



UNIVERSITAS INDONESIA

**PENILAIAN HARGA WAJAR SAHAM MENGGUNAKAN
MODEL DISCOUNTED CASH FLOW DAN RELATIVE
VALUATION (STUDI KASUS SAHAM PT BUKIT ASAM Tbk
DAN PT ADARO Tbk PERIODE 2005-2010)**

TESIS

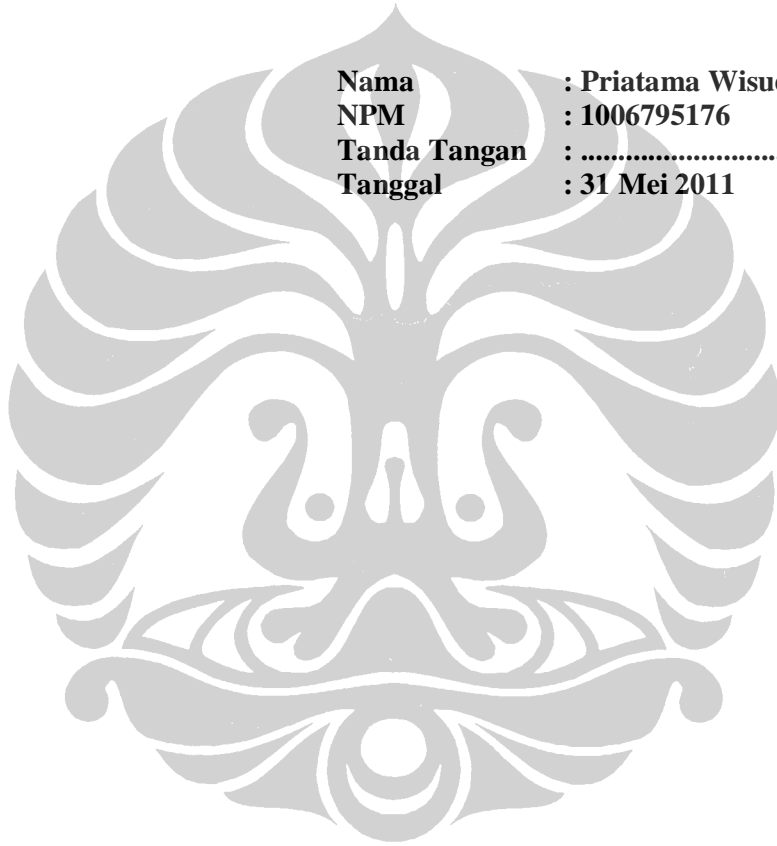
**PRIATAMA WISUDANA
1006795176**

**FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM STUDI MAGISTER AKUNTANSI
JAKARTA
MEI 2011**

HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

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

Nama : Priatama Wisudana
NPM : 1006795176
Tanda Tangan :
Tanggal : 31 Mei 2011



HALAMAN PENGESAHAN

Tesis ini diajukan oleh

Nama : Priatama Wisudana
NPM : 1006795176
Program Studi : Magister Akuntansi
Judul Tesis : Penilaian Harga Wajar Saham Menggunakan Model
Discounted Cash Flow dan *Relative Valuation*
(Studi Kasus Saham PT Bukit Asam Tbk dan PT Adaro
Tbk Periode 2005-2010)

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

DEWAN PENGUJI


Pembimbing : Dr. Irwan Adi Ekaputra

Penguji : Rafika Yuniasih, MSM

Penguji : Dr. M. Muslich

Ditetapkan di : Jakarta
Tanggal : 18 Juli 2011

Mengetahui,
Ketua Program


Dr. Lindawati Gani
NIP. 196205041987012001

KATA PENGANTAR

Puji syukur penulis panjatkan kepada Allah SWT, karena atas berkat dan rahmat-Nya, saya dapat menyelesaikan Tesis ini. Saya menyadari bahwa, tanpa bantuan dan bimbingan dari berbagai pihak, dari masa perkuliahan sampai pada penyusunan Tesis ini, sangatlah sulit bagi saya untuk menyelesaikan skripsi ini. Oleh karena itu, saya mengucapkan terima kasih kepada:

- (1) Allah SWT yang atas berkah, rahmat, dan karunia-Nya sehingga saya bisa menyelesaikan Tesis ini tepat waktu;
- (2) Ibu Dr. Lindawati Gani selaku Wakil Ketua Program Maksi FEUI;
- (3) Bapak Dr. Irwan Adi Ekaputra MM, selaku dosen pembimbing yang telah menyediakan waktu, tenaga, dan pikiran untuk mengarahkan saya dalam penyusunan Tesis ini;
- (4) Ibu Rafika Yuniasih, MSM dan Bapak Dr. M.Muslich selaku Dosen penguji;
- (5) Teguh Heru Irianto, CPA., Dwi Endah Ariani, Teta Aktuarisia SE., Muhammad Ziya Ibrahim, dan Erwinsyah Maulana ST., yang telah menyumbang waktu dan tenaga dalam membantu penyelesaian tesis ini serta dukungan moral yang telah diberikan agar penulis menyelesaikan tesis ini dengan cepat dan baik;
- (6) Dosen pengajar dan rekan pengajar di Fakultas Ekonomi (Magister Akuntansi, PPAK, dan S1) yang telah berbagi pengetahuan dan pengalaman yang bernilai;
- (7) Rekan-rekan Maksi FEUI 2010-2011 yang telah memberikan motivasi dan dorongan yang membantu saya dalam menyelesaikan Tesis ini.

Akhir kata, semoga Allah SWT berkenan membalas segala kebaikan semua pihak yang telah membantu. Semoga Tesis ini membawa manfaat bagi para Investor.

Jakarta, 31 Mei 2011

Penulis

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

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

Nama : Priatama Wisudana
NPM : 1006795176
Program Studi : Magister Akuntansi
Jenis karya : Tesis

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

Penilaian Harga Wajar Saham Menggunakan Model Discounted Cash Flow dan Relative Valuation (Studi Kasus PT Bukit Asam Tbk dan PT Adaro Energy Tbk Periode 2005–2010)

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 : 31 Mei 2011
Yang menyatakan,

(Priatama Wisudana)

ABSTRAK

Nama : Priatama Wisudana
NPM : 1006795176
Program Studi : Magister Akuntansi
Judul : Penilaian Harga Wajar Saham Menggunakan Model Discounted Cash Flow dan Relative Valuation (Studi Kasus PT Bukit Asam Tbk dan PT Adaro Energy Tbk Periode 2005–2010)

Perhitungan nilai wajar sebuah saham sangat diperlukan bagi investor sebagai panduan dalam melakukan investasi agar memberikan imbal hasil yang maksimal dan mengurangi risiko dalam berinvestasi. Salah satu cara dalam menilai harga wajar sebuah saham yaitu dengan melakukan analisis fundamental.

Berdasar hasil perhitungan menggunakan metode FCFE dengan tiga skenario, nilai wajar saham PTBA adalah Rp40.606, Rp29.425, dan Rp21.455. Sedangkan pada penutupan tahun 2010, nilai PTBA adalah Rp22.650. Nilai wajar ADRO adalah Rp2.278, Rp1.658, dan Rp1.212. Sedangkan pada penutupan tahun 2010, nilai ADRO adalah Rp 2.525.

Perhitungan dengan *relative valuation* dengan pendekatan P/ER menunjukkan rata-rata-P/ER industri adalah 33 kali sedangkan P/ER PTBA dan ADRO masing-masing adalah 26 kali dan 36,6 kali. Hal ini menunjukkan bahwa nilai PTBA dan ADRO berturut-turut *undervalued* dan *overvalued*, hal ini konsisten dengan perhitungan menggunakan metode P/ER yang menunjukkan hasil yang sama.

Sementara itu, penilaian menggunakan P/ER matriks menunjukkan kedua saham berada pada area harga wajar dan masih layak untuk dibeli disebabkan adanya kemungkinan kenaikan harga saham dimasa depan.

Kata Kunci :

Investasi, saham, PTBA, ADRO, nilai wajar, FCFE, P/ER.

ABSTRACT

Name : Priatama Wisudana
NPM : 1006795176
Study Program : Magister Accounting
Title : Determination of Fair Value of shares through Discounted Cash Flow and Relative Valuation Model (Case Study of PT Bukit Asam Tbk dan PT Adaro Energy Tbk Period 2005-2010)

Precise analysis of real value of company's stock price is needed by investor before taking an investment decision in order to maximize benefits and minimize risk. One of the tools to do this is by using fundamental analysis.

Based on calculation with FCFE model with three scenarios, fair value of PTBA is Rp30,285, Rp29,425, and Rp15,996. While PTBA's closing price in 2010 is Rp 22,650. Fair value of ADRO is Rp2,278, Rp1,658, and Rp1,212. While ADRO's closing price in 2010 is Rp 2,525.

Calculation with P/ER approach shows that industry P/ER is 33 times, while P/ER of PTBA and ADRO consecutively is 26 and 36.6 times. These calculation show that market share price of PTBA is overvalued while ADRO is undervalued. This calculation is consistent with result of P/ER approach that shows the same conclusion.

Valuation with P/ER matrix shows that both of shares still in the fair price are and are still worth to buy since there are oportunities in future price increase.

Key Words :

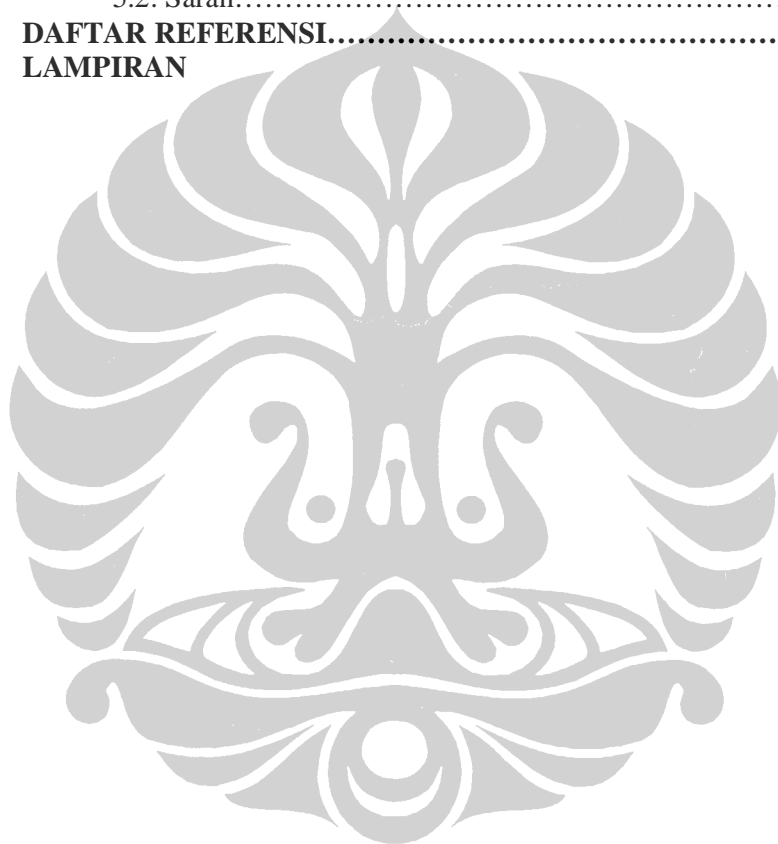
Invesment, stock, PTBA, ADRO, fair value, FCFE, P/ER.

DAFTAR ISI

HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS.....	ii
LEMBAR PENGESAHAN.....	iii
KATA PENGANTAR.....	iv
LEMBAR PERSETUJUAN PUBLIKASI KARYA ILMIAH.....	v
ABSTRAK.....	vi
DAFTAR ISI.....	viii
DAFTAR GAMBAR.....	xi
DAFTAR TABEL.....	xii
DAFTAR GRAFIK.....	xiii
1. PENDAHULUAN.....	1
1.1 Latar Belakang.....	1
1.2 Identifikasi Masalah.....	2
1.3 Tujuan Penulisan.....	3
1.4 Manfaat Penulisan.....	3
1.5 Ruang Lingkup Penulisan.....	4
1.6 Metodologi Penelitian.....	4
1.7 Sistematika Penulisan.....	5
2. LANDASAN TEORI.....	7
2.1 Pendahuluan.....	7
2.2 Investasi.....	7
2.3 Valuasi.....	8
2.3.1 Analisa Fundamental.....	9
2.3.1.1 Analisis Ekonomi Makro.....	9
2.3.1.2 Analisis Industri.....	12
2.3.1.2.1 Analisis Siklus Hidup.....	13
2.3.1.2.2 Analisis Siklus Bisnis.....	14
2.3.1.2.3 Kondisi Persaingan.....	15
2.3.1.3 Analisis Perusahaan.....	16
2.3.1.3.1 Analisis Rasio.....	16
2.3.1.3.2 Estimasi Tingkat Diskonto.....	18
2.3.1.3.3 Membuat Proyeksi Keuangan.....	20
2.3.1.4 <i>Value of The Firm</i>	21
2.3.2 Pendekatan Valuasi.....	22
2.3.2.1 <i>Discounted Casf Flow</i> (DCF).....	22
2.3.2.1.1 <i>Free Cash Flow to Equity</i> (FCFE).....	23
2.3.2.1.2 <i>Free Cash Flow to Firm</i> (FCFF).....	25
2.3.2.2 <i>Relative Valuation</i>	27
2.3.2.3 <i>Contingent Claim Valuation</i>	28
3. METODOLOGI PENELITIAN DAN GAMBARAN UMUM PERUSAHAAN.....	29
3.I Metodologi Penelitian.....	29
3.1.1 Ruang Lingkup.....	29
3.1.2 Data dan Pengumpulan Data.....	30
3.1.3 <i>Flowchart</i> Penelitian.....	30
3.2 Gambaran Umum Perusahaan.....	31
3.2.1 Gambaran Umum PT Bukit Asam Tbk.....	31

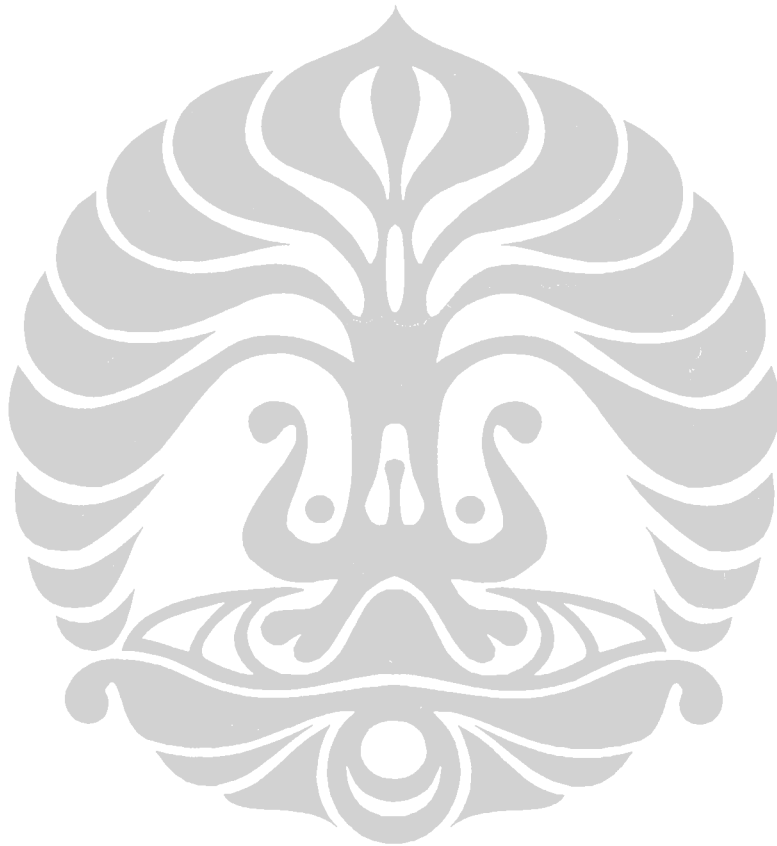
3.2.1.1	Visi, Misi, dan Filosofi.....	34
3.2.1.2	Struktur Organisasi PT Bukit Asam Tbk.....	34
3.2.1.3	Sejarah Singkat PT Bukit Asam Tbk.....	35
3.2.1.4	Kinerja Keuangan Perusahaan.....	36
3.2.2	Gambaran Umum PT Adaro Energy Tbk.....	36
3.2.2.1	Visi, Misi, dan Filosofi.....	41
3.2.2.2	Struktur Organisasi PT Adaro Energy Tbk.....	41
3.2.2.3	Sejarah Singkat PT Adaro Energy Tbk.....	42
3.2.2.4	Kinerja Keuangan Perusahaan.....	43
4.	ANALISIS DAN PEMBAHASAN.....	45
4.1	Analisis Ekonomi Makro.....	45
4.1.1	Kondisi Umum Perekonomian Dunia.....	45
4.1.2	Lingkungan Makro Indonesia.....	47
4.1.2.1	Pertumbuhan Ekonomi.....	49
4.1.2.2	Tingkat Inflasi.....	51
4.1.2.3	Tingkat Suku Bunga.....	54
4.1.2.4	Nilai Tukar Rupiah.....	55
4.1.2.5	Proyeksi Ekonomi Indonesia 2010-2014.....	56
4.2	Analisis Industri.....	58
4.2.1	Batubara.....	59
4.2.1.1	Klasifikasi Batubara dan Penggunaannya.....	61
4.2.1.2	Perkembangan Harga Batubara.....	63
4.2.1.3	Industri Batubara Dunia.....	64
4.2.1.4	Industri Batubara Indonesia.....	65
4.2.1.4.1	Pasokan Batubara.....	66
4.2.1.4.2	Permintaan Batubara.....	66
4.2.1.4.3	Posisi Indonesia dalam Industri Batubara...	66
4.2.2	Analisis Siklus Bisnis (Business Life Cycle Analysis) dan Hidup Industri (Industri Life Cycle Analysis).....	67
4.2.3	Kekuatan Persaingan Industri Batubara.....	69
4.2.3.2	Persaingan Antar Perusahaan dalam Industri.....	69
4.2.3.2	Ancaman Pendetang Baru.....	70
4.2.3.3	Kekuatan Tawar-Menawar Pembeli.....	71
4.2.3.4	Kekuatan Tawar-Menawar Penjual.....	72
4.2.3.5	Ancaman Produk Substitusi.....	72
4.3	Analisa Perusahaan.....	74
4.3.1	Analisis PT Bukit Asam Tbk.....	74
4.3.1.1	Pengukuran Kinerja Manajemen dan Profitabilitas Perusahaan.....	75
4.3.1.2	Pengukuran Kondisi Keuangan (Likuiditas dan Solvabilitas).....	76
4.3.1.3	Uji Utilisasi Invesatasi.....	77
4.3.1.4	Uji Kebijakan Dividen.....	77
4.3.2	Analisis PT Adaro Energy Tbk.....	77
4.3.2.1	Pengukuran Kinerja Manajemen dan Profitabilitas Perusahaan.....	78
4.3.2.2	Pengukuran Kondisi Keuangan (Likuiditas dan Solvabilitas).....	79

4.3.2.3 Uji Utilisasi Invesatasi.....	79
4.3.2.4 Uji Kebijakan Dividen.....	80
4.3.3 Perbandingan Secara Keseluruhan Tahun 2010.....	80
4.3.3 Estimasi Tingkat Diskonto (<i>discount rate</i>).....	82
4.3.4 Proyeksi Keuangan.....	83
4.3.4 Valuasi Nilai Wajar dengan pendekatan FCFE.....	88
4.3.6 <i>Relative Valuation</i> dengan pendekatan <i>P/ER Comparable Firm</i>	89
4.3.7 Matriks P/ER.....	90
5. KESIMPULAN DAN SARAN.....	92
5.1. Kesimpulan.....	92
5.2. Saran.....	93
DAFTAR REFERENSI.....	94
LAMPIRAN	



DAFTAR GAMBAR

Gambar 1.1	<i>Market Share</i> Produsen Batubara di Indonesia.....	3
Gambar 2.1	<i>Business Life Cycle</i>	13
Gambar 3.1	<i>Business Life Cycle</i>	31
Gambar 4.1	Klasifikasi Batubara dan Penggunaannya.....	63
Gambar 4.2	Kebutuhan Energi Primer Dunia.....	73
Gambar 4.3	Sumber ketenaga listrikan dunia.....	73

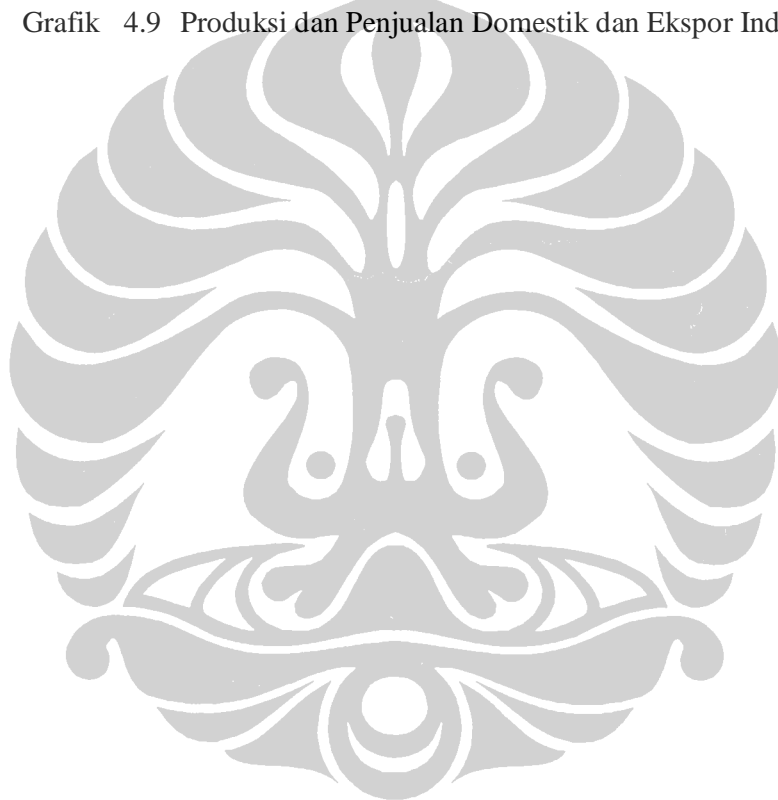


DAFTAR TABEL

Tabel 3.1	Jenis Batubara PT Bukit Asam Tbk.....	32
Tabel 3.2	Daftar Anak Perusahaan PT Bukit Asam Tbk.....	33
Tabel 3.3	Daftar Anak Perusahaan PT Adaro Energy Tbk (Kepemilikan langsung).....	40
Tabel 3.4	Daftar Anak Perusahaan PT Adaro Energy Tbk (Kepemilikan tidak langsung).....	40
Tabel 4.1	Tinjauan tentang Proyeksi Outlook Ekonomi Dunia.....	48
Tabel 4.2	Perkembangan Besaran Moneter.....	50
Tabel 4.3	Proyeksi Produk Domestik Bruto Menurut Sektor Ekonomi Atas Dasar Harga Konstan 2010.....	52
Tabel 4.4	Perbandingan Target Inflasi dan Aktual Inflasi (Berdasarkan PMK No.143/PMK.011/2010 tanggal 24 Agustus 2010).....	54
Tabel 4.5	Proyeksi Perekonomian Indonesia 2009-2014.....	56
Tabel 4.6	Top Exportir Batubara.....	64
Tabel 4.7	Top Importir Batubara.....	64
Tabel 4.8	Produsen Batubara Terbesar di Indonesia, Tahun 2010.....	70
Tabel 4.9	Perbandingan PTBA & ADRO.....	80
Tabel 4.10	Data Perbandingan Pasar PTBA & ADRO.....	81
Tabel 4.11	Data Perbandingan Sumber Daya Batubara PTBA & ADRO	81
Tabel 4.12	Perhitungan <i>Cost of Equity</i> PTBA & ADRO.....	83
Tabel 4.13	Proyeksi Nilai Tukar Rupiah Terhadap US Dollar.....	84
Tabel 4.14	Perhitungan <i>cost of equity</i> PTBA & ADRO.....	85
Tabel 4.15	Proyeksi Pertumbuhan Produksi PTBA.....	86
Tabel 4.16	Proyeksi Harga Jual/Mt PTBA (dml US\$).....	86
Tabel 4.17	Proyeksi Pertumbuhan Produksi ADRO.....	87
Tabel 4.18	Proyeksi Harga Jual/Mt ADRO (dalam US\$).....	87
Tabel 4.19	Daftar Nama Perusahaan yang Terdaftar di BEI.....	89
Tabel 4.20	P/ER Perusahaan yang terdaftar di BEI Akhir Tahun 2010.....	89
Tabel 4.21	Skenario EPS 2011.....	90
Tabel 4.22	Price Matriks PTBA.....	91
Tabel 4.23	Price Matriks ADRO.....	91

DAFTAR GRAFIK

Grafik 4.1	Inflasi (<i>Inflation rate</i>).....	53
Grafik 4.2	BI rate Juli 2005 – Januari 2011.....	54
Grafik 4.3	Kurs Transaksi Rp – USD (<i>Exchange Rates on Transaction</i>).....	55
Grafik 4.4	Proyeksi Pertumbuhan Ekonomi dan Volume Perdagangan Dunia.....	57
Grafik 4.5	Perkembangan dan Proyeksi Harga Minyak Dunia.....	57
Grafik 4.6	Skenario Perbaikan Aliran FDI.....	58
Grafik 4.7	Perkembangan Harga Batubara Thermal.....	63
Grafik 4.8	Rasio Harga Gas Alam dan Batubara Terhadap Harga Minyak Mentah.....	68
Grafik 4.9	Produksi dan Penjualan Domestik dan Ekspor Indonesia.....	69



BAB 1

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Masing-masing individu memiliki gaya dan polanya sendiri dalam melakukan investasi, gaya investasipun berkembang sesuai dengan perkembangan zaman. Bagi kebanyakan masyarakat Indonesia, porsi investasi dalam bentuk saham masih relatif lebih kecil dibandingkan porsi investasi dalam bentuk tabungan. Ini ditunjukkan dengan survei bertajuk “HSBC Affluent Asian Tracker” yang diselenggarakan di tujuh negara yang menunjukkan, 95 persen responden di Indonesia berinvestasi di deposito rupiah, sedangkan sisanya memilih instrumen finansial lain, seperti obligasi dan saham. Hal ini disebabkan oleh besarnya deposito yang dinilai sebagai instrumen yang paling aman. Selain itu, deposito menjadi media investasi yang pertama dikenal masyarakat menengah ke atas. Beda halnya dengan saham, walaupun menggiurkan dan dibumbui dengan persentase pengembalian yang tinggi, instrumen ini dinilai lebih berisiko dibanding deposito. Namun demikian, semakin hari bukan semakin sedikit orang yang beralih investasi kepada instrumen ini, melainkan semakin banyak. Tentunya hal ini disebabkan karena pertumbuhan IHSG dalam beberapa tahun terakhir memang sangat mencengangkan. Terjadinya krisis global pada tahun 2008 membuat IHSG terpuruk hingga turun sebesar 51% ke level 1.355 dari tahun sebelumnya yang berada pada level 2.745. Hal tersebut tidak berlanjut di tahun 2009 dan 2010, terbukti IHSG mampu mencetak kenaikan yang luar biasa di tahun tersebut, yaitu 87 % dan 46 % berturut-turut.

Berinvestasi dalam instrumen saham, kini menjadi demam bagi masyarakat Indonesia, terutama bagi kalangan muda yang menyukai imbal hasil yang besar tetapi masih kuat atau dapat mentolerir risiko yang juga besar. Untuk meminimalkan risiko dan memaksimalkan keuntungan, maka investor hendaknya mengetahui fundamental saham yang ingin dibelinya, karena dengan analisis fundamental, investor dapat mengetahui nilai wajar saham yang ingin dibelinya.

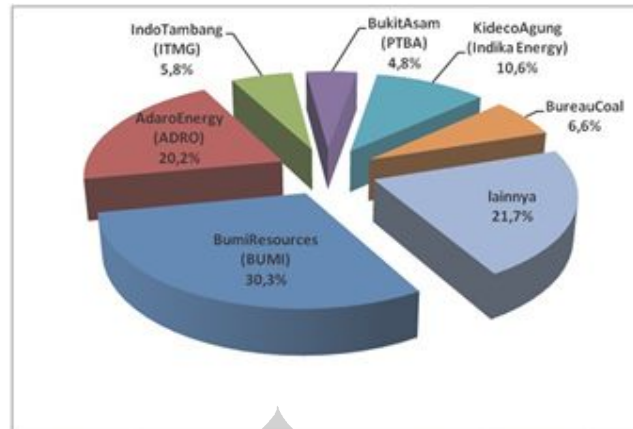
Untuk mengetahui nilai wajar saham, terdapat beberapa model yang pada tiap metodenya akan memberikan hasil tersendiri. Secara garis besar, penulisan karya akhir ini akan menjelaskan nilai wajar saham dengan menggunakan dua model, yaitu *Discounted Cash Flow* (DCF) dengan pendekatan *Free Cash Flow to Equity* (FCFE) dan *Relative Valuation* dengan pendekatan *Price to Earning Ratio* (P/ER).

1.2 Identifikasi Masalah

Untuk mengetahui nilai intrinsik saham, penerapan tiap model perhitungan saham memiliki kelebihan dan kekurangannya masing-masing, hal ini disebabkan karena tiap model memiliki sudut pandang yang berbeda.

Penulis menggunakan dua perusahaan terbuka yang bergerak dalam bidang pertambangan batubara untuk dinilai harga wajar sahamnya menggunakan model, yaitu *Discounted Cash Flow* (DCF) dengan pendekatan *Free Cash Flow to Equity* (FCFE) dan *Relative Valuation* dengan pendekatan *Price to Earning Ratio* (P/ER). Dari hasil tersebut, akan diperbandingkan keduanya dari berbagai aspek. Untuk itu, analisis akan ditunjang dengan analisis kualitatif yang meliputi kondisi lingkungan secara makro maupun mikro dan analisis kuantitatif. Secara garis besar, penulisan karya akhir ini akan menggunakan pendekatan *top down approach*.

Penulis menggunakan dua perusahaan yang masing-masing akan diperbandingkan nilai wajarnya. Adapun perusahaan itu adalah PT Bukit Asam Tbk (PTBA) dan PT Adaro Energy Tbk (ADRO). Dipilihnya kedua perusahaan tersebut dikarenakan penulis menginginkan adanya perwakilan perusahaan dari pihak pemerintah yang diwakili oleh PT Bukit Asam Tbk dan pihak swasta yang diwakili oleh PT Adaro Energy Tbk. Dipilihnya PT Adaro Energy Tbk diantara perusahaan swasta lainnya dikarenakan penulis memiliki keyakinan berdasarkan data dari Direktorat Energi dan Sumberdaya Mineral 2009, bahwa perusahaan ini memiliki *market share* yang cukup besar didasarkan pada data *market share* batubara tahun 2009 yang menunjukkan *market share* PT Adaro Energy Tbk sebesar 20,2 %.



Gambar 1.1 Market share Produsen Batubara di Indonesia 2009

Sumber : Direktorat Energi dan Sumber Daya Mineral Indonesia 2009

1.3 Tujuan dan Manfaat Penulisan

Berdasarkan uraian di atas, maka penulis melakukan penelitian dengan tujuan :

1. Untuk mengetahui kondisi fundamental PT Bukit Asam Tbk dan PT Adaro Energy Tbk.
2. Untuk mengetahui nilai wajar perusahaan dan nilai wajar saham PT Bukit Asam Tbk dan PT Adaro Energy Tbk.

Sedangkan manfaat penelitian ini adalah :

1. Sebagai sarana penerapan teori dan konsep bagi penulis.
2. Sebagai bahan masukan bagi masyarakat umumnya dan investor khususnya agar dapat menjadi pertimbangan dalam melakukan investasi pada kedua perusahaan publik ini.

1.4 Manfaat Penulisan

Tesis ini diharapkan dapat menjadi studi literatur tambahan untuk valuasi saham dan dapat menjadi panduan dalam penilaian nilai wajar PT Bukit Asam Tbk dan PT Adaro Energy Tbk. Manfaat lain dari penulisan karya akhir ini bagi penulis adalah sebagai sarana penerapan teori dan konsep yang telah dipelajari selama ini, sedangkan bagi masyarakat luas dan investor diharapkan dapat

menjadi pertimbangan dalam melakukan investasi pada kedua perusahaan publik ini.

1.5 Ruang Lingkup Penulisan

Dalam penyusunan tesis ini, perusahaan yang dijadikan objek adalah perusahaan yang diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan bergerak di bidang pertambangan batubara. Objek yang penulis tetapkan adalah PT Bukit Asam Tbk dan PT Adaro Energy Tbk.

Penilaian dari kedua perusahaan ini menggunakan model yaitu *Discounted Cash Flow (DCF)* dengan pendekatan *Free Cash Flow to Equity (FCFE)* dan *Relative Valuation* dengan pendekatan *Price to Earning Ratio (P/ER)*. Penggunaan dengan pendekatan FCFE ini disebabkan karena penulis ingin langsung menilai *stock* perusahaan apakah *undervalue* atau *overvalue* dan penilaian *relative valuation* dengan pendekatan P/ER disebabkan informasi P/ER sangat umum beredar dan menjadi acuan kasar pertama dalam menentukan saham mana yang ingin dibeli, karena dapat langsung membandingkan P/ER satu perusahaan dengan perusahaan lain yang berada dalam industri yang sama. Dalam menentukan penilaian saham ini, penulis berdasar pada informasi sebagai berikut:

- a. Penilaian atas nilai wajar saham PT Bukit Asam Tbk dan PT Adaro Energy Tbk. Pemilihan kedua perusahaan ini dimaksudkan agar mewakili perusahaan pemerintah dan perusahaan swasta.
- b. Data pergerakan harga saham periode 5 januari 2005 – 30 Desember 2010 (periode 6 tahun terakhir)
- c. Laporan keuangan konsolidasi (*audited*) PT Bukit Asam Tbk dan PT Adaro Energy Tbk untuk tahun yang berakhir pada Desember 2010.

1.6 Metodologi

Metode penelitian yang digunakan dalam penulisan tesis ini adalah *top down approach*, yang akan dimulai dari analisis kondisi lingkungan makro ekonomi serta analisis industri dimana perusahaan beroperasi (analisa kualitatif) yang kemudian dilanjutkan dengan metode kuantitatif, yaitu dengan dengan melakukan perhitungan nilai wajar saham menggunakan model valuasi yang telah

ditentukan sebelumnya, yaitu *Discounted Cash Flow (DCF)* dengan pendekatan *Free Cash Flow to Equity (FCFE)* dan *Relative Valuation* dengan pendekatan *Price to Earning Ratio (P/ER)* dengan membandingkan P/ER semua perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang bergerak dalam industri pertambangan batubara di Indonesia.

1.7 Sistematika Penulisan

Penulisan karya akhir ini dibagi dalam beberapa kelompok pembahasan. Dalam setiap pokok pembahasan tersebut terdapat sub-sub pokok pembahasan yang menjelaskan setiap detail topik yang dibahas serta memaparkan pembahasan sehingga menjadi alur-alur yang jelas dan tetap dalam satu kesatuan. Adapun sistematika penulisannya adalah sebagai berikut :

BAB 1. PENDAHULUAN

Pada bab ini akan diulas mengenai latar belakang penulisan, perumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, kerangka penelitian, dan sistematika penulisan.

BAB 2. LANDASAN TEORI

Bab ini memuat telaah literatur, referensi, jurnal, dan artikel berkaitan dengan topik penelitian serta kerangka konseptual yang berisi kesimpulan dari telaah literatur yang dipergunakan untuk menyusun asumsi topik penilaian valuasi saham PT Bukit Asam Tbk dan PT Adaro Energy Tbk.

BAB 3. METODOLOGI DAN GAMBARAN UMUM PERUSAHAAN

Bab ini memuat penjelasan mengenai industri dimana perusahaan berada, profil singkat perusahaan yang dijadikan sebagai objek penelitian yang meliputi sejarah singkat, struktur organisasi, kegiatan usaha, serta kinerja keuangan dan operasional perusahaan PT Bukit Asam Tbk dan PT Adaro Energy Tbk.

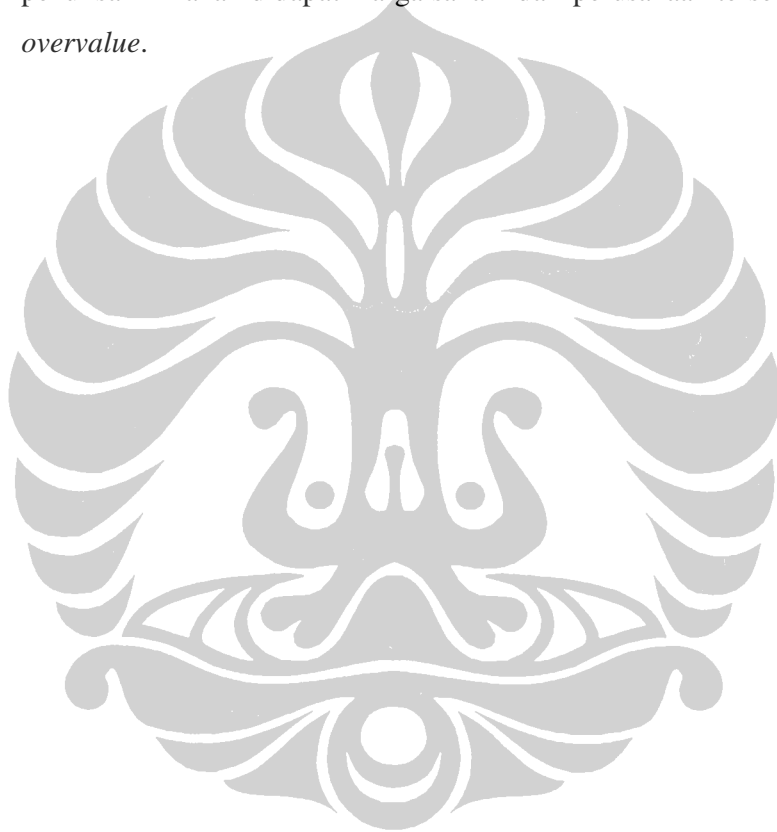
BAB 4. ANALISIS DAN HASIL PENELITIAN

Bab ini memuat analisis dan penelitian yang akan menjelaskan tahapan dilakukannya analisis. Pembahasan akan dimulai dengan analisis makro ekonomi, industri, lalu dilanjutkan dengan analisis perusahaan yang secara keseluruhan

menggambarkan analisis secara kualitatif dan juga kuantitatif. Pada bagian terakhir dari bab ini akan dijabarkan perbedaan yang mendasari valuasi kedua perusahaan dari segala aspek.

BAB 5. KESIMPULAN DAN SARAN

Bab ini memuat ikhtisar dari analisis nilai wajar saham dari perusahaan yang dijadikan objek penelitian, juga tidak lupa saran bagi pembaca sehubungan dengan keputusan investasi yang akan dipilih, yang berdasar dari kesimpulan penulisan ini akan didapati harga saham dari perusahaan tersebut *undervalue* atau *overvalue*.



BAB 2

LANDASAN TEORI

2.1 Pendahuluan

Terdapat dalil bahwa investor tidak membeli aset melebihi harga yang seharusnya. Investor sudah seharusnya melakukan penilaian terlebih dahulu sebelum melakukan investasi di dalam perusahaan yang diinginkannya (Damodaran, 2006).

Menurut Fama (1970), ada tiga bentuk tingkat efisiensi pasar berdasarkan pada tingkat penyerapan informasinya, yaitu pasar efisien bentuk lemah, pasar efisien bentuk semi kuat, pasar efisien bentuk kuat. Pada pasar yang efisien, tidak seorangpun, baik investor individu maupun investor institusi, akan mampu memperoleh *return* tidak normal (*abnormal return*), yang dapat diartikan juga bahwa harga saham suatu perusahaan mencerminkan *value* (harga wajar) perusahaan tersebut. Namun kondisi ideal seperti itu sangat jarang untuk kita temui. Pada kenyataannya terdapat perbedaan mendasar mengenai pengertian *value* dan harga. Harga merupakan tingkat nominal yang merupakan hasil kesepakatan antara penjual dan pembeli (*supply – demand mechanism*) yang dipengaruhi oleh faktor lingkungan, hal ini menyebabkan dapat berubahnya harga, karena harga bersifat semu dan temporer. Pada akhirnya pasar yang tidak efisien akan menyebabkan *misleading* karena adanya pihak yang berkepentingan untuk mengambil keuntungan dengan memanfaatkan ketidaksempurnaan pasar dengan cara ‘menggoreng saham’. Pada sisi lain, nilai merupakan gambaran dan cerminan sesungguhnya suatu perusahaan. Hal ini juga yang akan memberikan nilai wajar walaupun tetap disertai asumsi-asumsi yang bersifat subjektif.

2.2 Investasi

Investasi memiliki dua definisi, dari sisi keuangan investasi diartikan sebagai pembelian atas produk keuangan atau produk lainnya dengan harapan pengembalian yang menguntungkan di masa depan. Secara umum, investasi berarti menggunakan uang dengan harapan membuat lebih banyak uang. Dari sisi

bisnis investasi diartikan sebagai pembelian barang oleh produsen berupa peralatan fisik, yang tahan lama, yang diharapkan dapat meningkatkan bisnis di masa depan (*Investorwords*, 2009). Sedangkan Bodie, Kane, & Marcus, 1999, mengartikan investasi sebagai kegiatan menunda konsumsi atau hal lainnya di masa kini dengan harapan mendapatkan manfaat dari keuntungan di masa datang.

2.3 Valuasi

Damodaran (2006) menyebutkan bahwa terdapat dua pandangan ekstrem mengenai proses valuasi, pandangan yang menilai bahwa valuasi merupakan ilmu pengetahuan dimana hanya menyisakan sedikit tempat bagi para analis untuk melakukan kesalahan dan pandangan yang menganggap bahwa valuasi merupakan seni dimana para analis dapat melakukan manipulasi angka-angka demi mendapatkan hasil yang diinginkannya.

Ketidakpastian merupakan bagian yang pasti dari proses valuasi, saat melakukan valuasi setiap saat, kita pasti akan melakukan perkiraan-perkiraan pada masa depan, perkiraan masa depan ini dapat menjadi suatu kesalahan, disebabkan karena:

1. Ketidakpastian perkiraan, walaupun sumber informasi sangat terpercaya, tetapi tetap harus dilakukan pengolahan dari data mentah. Kesalahan pada pengolahan data inilah yang menyebabkan kesalahan perkiraan.
2. Ketidakpastian spesifik terkait perusahaan, karena perusahaan dapat melakukan yang jauh lebih baik atau jauh lebih buruk dari yang kita perkirakan.
3. Ketidakpastian makroekonomi, faktor lingkungan makroekonomi dapat berubah sewaktu-waktu tanpa peringatan apapun, ekonomi dapat berbalik arah dari apa yang kita perkirakan.

Sekalipun valuasi dilakukan dengan sangat berhati-hati dan sangat detail, akan terdapat ketidakpastian di dalam perhitungan hasil akhirnya, hal ini disebabkan karena terdapat asumsi-asumsi yang mendasari hasil akhir dari valuasi tersebut. Merupakan hal yang sangat tidak realistis untuk memperkirakan hasil akhir yang tepat sementara data inputnya hanya merupakan perkiraan.

2.3.1 Analisa Fundamental

Analisis fundamental menunjukkan nilai perusahaan dapat memiliki hubungan atau bergantung dengan karakteristik keuangannya (tingkat pertumbuhan, profil risiko, dan arus kas yang dimiliki perusahaan). Apabila ada penyimpangan dari nilai yang sebenarnya, maka dapat dikatakan bahwa hal tersebut dapat menjadi tanda bahwa nilai yang ada pada saat ini sedang mengalami *undervalued* atau *overvalued*.

2.3.1.1 Analisis Ekonomi Makro

Investor pastinya mengharapkan kondisi ekonomi makro yang kondusif yang dapat menunjang investasinya, kondisi yang dimaksud berupa kestabilan kondisi sosial, politik, dan keamanan, serta adanya kepastian hukum. Analisis makro diperlukan untuk mengetahui aspek-aspek makro di dalam negara yang bersangkutan yang baik secara langsung maupun tidak langsung mempengaruhi perusahaan yang pastinya akan berimbas kepada keputusan investor karena memiliki pengaruh terhadap kondisi pasar secara umum.

Makroekonomi adalah studi tentang ekonomi secara keseluruhan. Makroekonomi menjelaskan perubahan ekonomi yang mempengaruhi banyak rumah tangga (*household*), perusahaan, dan pasar. Analisis ekonomi makro merupakan cara menganalisis target-target kebijakan pemerintah seperti pertumbuhan ekonomi, stabilitas harga, tenaga kerja, pencapaian keseimbangan neraca yang berkesinambungan, tingkat suku bunga, tingkat inflasi, nilai tukar, dan pengangguran. Dalam penulisan tesis ini, analisis makro yang akan dibahas berkaitan dengan pertumbuhan ekonomi, tingkat inflasi, tingkat suku bunga, dan nilai tukar rupiah.

a. Pertumbuhan ekonomi

Pertumbuhan ekonomi didefinisikan sebagai perkembangan kegiatan dalam perekonomian yang menyebabkan barang dan jasa yang diproduksi dalam masyarakat bertambah (Sadono Sukirno, 2004). Untuk mengukur pertumbuhan ekonomi, salah satu metode yang digunakan adalah dengan menghitung Produk Domestik Bruto (PDB). PDB diartikan sebagai nilai keseluruhan semua barang dan jasa yang diproduksi di dalam

wilayah tersebut dalam jangka waktu tertentu (biasanya per tahun). PDB berbeda dari produk nasional bruto karena memasukkan pendapatan faktor produksi dari luar negeri yang bekerja di negara tersebut. Sehingga PDB hanya menghitung total produksi dari suatu negara tanpa memperhitungkan apakah produksi itu dilakukan dengan memakai faktor produksi dalam negeri atau tidak.

Terdapat dua macam PDB, yaitu PDB nominal yang merujuk kepada nilai PDB tanpa memperhatikan pengaruh harga dan PDB riil (atau disebut PDB atas dasar harga konstan) yang mengoreksi angka PDB nominal dengan memasukkan pengaruh dari harga. PDB dapat dihitung dengan memakai tiga pendekatan, yaitu pendekatan produk atau output, pendekatan pengeluaran dan pendekatan pendapatan. Pendekatan output menghitung nilai pasar barang dan jasa yang dihasilkan, pendekatan pengeluaran menghitung pengeluaran akhir atas barang dan jasa, sedangkan pendekatan pendapatan menghitung jumlah pendapatan yang diterima oleh semua produsen di dalam negeri. Rumus umum untuk PDB dengan pendekatan pengeluaran adalah:

$$\mathbf{PDB = konsumsi + investasi + pengeluaran pemerintah + (ekspor - impor)}$$

(2.1)

Di mana konsumsi adalah pengeluaran yang dilakukan oleh rumah tangga, investasi oleh sektor usaha, pengeluaran pemerintah oleh pemerintah, dan ekspor dan impor melibatkan sektor luar negeri.

Sementara pendekatan pendapatan menghitung pendapatan yang diterima faktor produksi:

$$\mathbf{PDB = sewa + upah + bunga + laba}$$

(2.2)

Di mana sewa adalah pendapatan pemilik faktor produksi tetap seperti tanah, upah untuk tenaga kerja, bunga untuk pemilik modal, dan laba untuk pengusaha.

Secara teori, PDB dengan pendekatan output, pengeluaran, dan pendapatan harus menghasilkan angka yang sama. Namun karena dalam

praktek menghitung PDB dengan pendekatan *output* dan pendapatan sulit dilakukan, maka yang sering digunakan adalah dengan pendekatan pengeluaran.

b. Tingkat inflasi

Secara sederhana inflasi diartikan sebagai meningkatnya harga-harga secara umum dan terus menerus. Kenaikan harga dari satu atau dua barang saja tidak dapat disebut inflasi kecuali bila kenaikan itu meluas (atau mengakibatkan kenaikan harga) pada barang lainnya. Indikator yang sering digunakan untuk mengukur tingkat inflasi adalah Indeks Harga Konsumen (IHK). Perubahan IHK dari waktu ke waktu menunjukkan pergerakan harga dari paket barang dan jasa yang dikonsumsi masyarakat (Bank Indonesia, n.d.).

Di Indonesia, sejak Juli 2008, paket barang dan jasa dalam keranjang IHK telah dilakukan atas dasar Survei Biaya Hidup (SBH) Tahun 2007 yang dilaksanakan oleh Badan Pusat Statistik (BPS). Kemudian, BPS akan memonitor perkembangan harga dari barang dan jasa tersebut secara bulanan di beberapa kota, di pasar tradisional dan modern terhadap beberapa jenis barang dan jasa di setiap kota.

Setiap negara memiliki apa yang dinamakan sebagai target atau sasaran inflasi, hal tersebut merupakan tingkat inflasi yang harus dicapai oleh pemerintah. Sasaran inflasi tersebut diharapkan dapat menjadi acuan bagi pelaku usaha dan masyarakat dalam melakukan kegiatan ekonominya ke depan sehingga tingkat inflasi dapat diturunkan pada tingkat yang rendah dan stabil. Salah satu upaya pengendalian inflasi menuju inflasi yang rendah dan stabil adalah dengan membentuk dan mengarahkan ekspektasi inflasi masyarakat agar mengacu (*anchor*) pada sasaran inflasi yang telah ditetapkan.

c. Tingkat suku bunga

Tingkat suku bunga adalah tingkat di mana bunga yang dibayarkan oleh peminjam atas penggunaan uang yang mereka meminjam dari pemberi pinjaman. Tingkat bunga biasanya dinyatakan sebagai persentase tingkat selama periode satu tahun.

d. Nilai tukar rupiah

Nilai tukar atau dikenal pula sebagai kurs dalam keuangan adalah sebuah perjanjian yang dikenal sebagai nilai tukar mata uang terhadap pembayaran saat ini atau di kemudian hari, antara dua mata uang masing-masing negara atau wilayah.

Nilai tukar berdasar pada kekuatan pasar yang akan selalu berubah setiap kali nilai dari salah satu dari dua komponen mata uang berubah. Sebuah mata uang akan cenderung menjadi lebih berharga bila permintaan menjadi lebih besar dari pasokan yang tersedia. Nilai akan menjadi berkurang bila permintaan kurang dari suplai yang tersedia. Transaksi permintaan uang akan sangat berhubungan dengan tingkat aktivitas bisnis negara berkaitan, Produk Domestik Bruto (PDB) (*Gross Domestic Product (GDP)*) atau *Gross Domestic Income (GDI)*), dan tingkat permintaan pekerja.

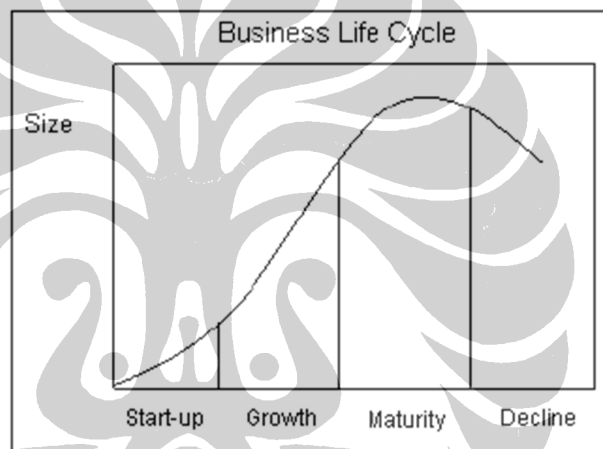
2.3.1.2 Analisis Industri

Dalam menganalisis potensi profitabilitas dari perusahaan, analis harus memperhatikan dan menganalisis potensi dimana sebuah perusahaan berada karena profitabilitas dari setiap industri berbeda-beda dan memiliki karakteristik tersendiri.

Setelah memahami kondisi makro negara yang bersangkutan, investor harus memahami karakteristik industri dimana perusahaan yang akan dimasukinya beroperasi. Langkah pertama yang perlu dilakukan adalah dengan mengamati siklus hidup (*industry life cycle*) untuk menilai kondisi kesehatan dan posisi industri secara umum. Langkah kedua adalah dengan melakukan analisis siklus bisnis (*business cycle analysis*) yang kemudian dilanjutkan dengan analisis kualitatif atas faktor-faktor penting yang mempengaruhi industri (Jones, 2000). Analisis industri selanjutnya akan dijabarkan dengan pendekatan *Five Forces Porter* yang dikembangkan dengan baik oleh Michael Porter yang melingkupi (1) ancaman produk pengganti, (2) ancaman pesaing, (3) ancaman pendatang baru, (4) daya tawar pemasok, serta (5) daya tawar konsumen.

2.3.1.2.1 Analisis Siklus Hidup (*industri life cycle*)

Siklus hidup industri diartikan sebagai konsep yang berkaitan dengan berbagai tahap sebuah industri. Tahapan dari siklus ini terdiri dari pengenalan, pertumbuhan, kematangan, dan penurunan. Penjualan biasanya mulai perlahan-lahan pada tahap pengenalan, kemudian melesat selama fase pertumbuhan. Setelah mengalami pertumbuhan yang stagnan pada tahap matang, penjualan kemudian mulai menurun secara bertahap. Sebaliknya, laba pada umumnya terus meningkat sepanjang siklus hidup, karena perusahaan terus berinovasi dengan mengambil keuntungan dari keahlian dan skala ekonomi serta ruang lingkup untuk mengurangi biaya unit dari waktu ke waktu.



Gambar 2.1. Business Life Cycle

Sumber : <http://www.extension.iastate.edu/agdm/wholefarm/html/c4-10.html>

a. Pengenalan

Pada tahap pengenalan, perusahaan mungkin hanya satu-satunya di dalam sebuah industri. Biasanya perusahaan seperti ini merupakan sebuah perusahaan dengan bentuk kewirausahaan kecil atau perusahaan yang terbukti mampu menggunakan dana penelitian dan pengembangan dan keahlian untuk mengembangkan sesuatu yang baru. Pemasaran mengacu pada penawaran produk baru dalam industri baru sebagai "tanda tanya" atau dalam matriks Boston Consulting Group (BCG) disebut dengan *question mark*, karena keberhasilan produk dan kehidupan industri ini belum terbukti dan belum diketahui.

b. Pertumbuhan

Seperti tahap pengenalan, tahap pertumbuhan juga membutuhkan sejumlah besar modal untuk perusahaan. Pada tahap ini, jika perusahaan sukses di pasaran, permintaan yang meningkat akan menciptakan pertumbuhan penjualan. Laba dan aset juga akan tumbuh, tidak lupa keuntungan juga akan menandakan arah yang positif bagi perusahaan.

Pemasaran sering merujuk tahap pertumbuhan sebagai "bintang". Hal ini dikarenakan produk pada fase ini memiliki pertumbuhan yang tinggi dan pangsa pasar. Isu kunci dalam tahap ini adalah persaingan pasar, karena pada tahap ini, sangat menggiurkan bagi pendatang baru untuk ikut mencicipi lezatnya keuntungan yang dapat diambil. Bentuk persaingan disini bisa bermacam-macam, baik bisa berbentuk persaingan kualitas produk, harga, maupun terus munculnya pendatang baru yang pada akhirnya akan menciptakan persaingan yang lebih ketat.

c. Kematangan

Sebuah perusahaan pada tahap ini mungkin telah memiliki kelebihan uang tunai dan *cash flow* yang sangat baik untuk membayar dividen kepada pemegang saham. Inovasi yang mereka lakukan juga tidak radikal seperti pada tahap sebelumnya.

d. Penurunan

Penurunan hampir tak terhindarkan dalam suatu industri. Pada tahap ini, penjualan menurun pada tingkat yang cepat, yang menyebabkan kurva tren menurun. Namun, beberapa perusahaan akan tetap bersaing di pasar yang lebih kecil. Merger dan konsolidasi juga akan normal dilakukan perusahaan sebagai strategi lain untuk terus menjadi kompetitif atau tumbuh melalui akuisisi dan atau diversifikasi.

2.3.1.2.2 Analisis Siklus Bisnis (*Business cycle analysis*)

Siklus bisnis adalah jenis fluktuasi yang ditemukan dalam kegiatan ekonomi. Lima tahapan dari siklus bisnis adalah pertumbuhan (ekspansi), puncak, resesi (kontraksi), melalui, dan pemulihan. Durasi dari siklus bisnis bervariasi, bisa dari lebih dari satu tahun sampai sepuluh atau dua belas tahun. Pada suatu

waktu, siklus bisnis dapat menjadi sangat teratur, dengan jangka waktu yang dapat diprediksi. Namun, dalam masa yang penuh fluktuasi, siklus bisnis diyakini secara luas menjadi akan menjadi tidak teratur, bervariasi dalam frekuensi, dan besar dalam durasi.

2.3.1.2.3 Kondisi Persaingan

Five Forces Porter adalah suatu kerangka kerja untuk analisis industri dan pengembangan strategi bisnis dikembangkan oleh Michael E. Porter dari Harvard Business School pada tahun 1979. Ini digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam industri dalam menghasilkan laba. Kelima komponen dari *Five Forces Porter* adalah :

1. Ancaman masuknya pesaing baru (*threat of new entrants*)

Pasar baru yang menghasilkan keuntungan yang tinggi akan menarik perusahaan-perusahaan baru. Hal ini menyebabkan banyak pendatang baru, yang pada akhirnya akan mengurangi keuntungan bagi semua perusahaan dalam industri (terkecuali masuknya perusahaan baru dapat diblokir oleh pemain lama). Paten dan hak merupakan cara untuk menciptakan hambatan masuk yang tinggi dan hambatan keluar yang rendah.

2. Ancaman produk substitusi (*threat of substitute products*)

Jika barang substitusi mudah didapat dan memiliki kegunaan yang mirip dan juga layak, maka hal ini akan melemahkan kekuatan perusahaan. Ancaman produk substitusi yang kuat dialami perusahaan apabila biaya perpindahan (*switching cost*) konsumen rendah.

3. Persaingan antar perusahaan dalam industri (*rivalry among existing firm*)

Jika perusahaan memiliki banyak pesaing, dan mereka menawarkan produk dan layanan yang sama menariknya, maka kemungkinan besar perusahaan tersebut harus bekerja lebih keras dari yang biasa dia kerjakan sebelumnya, hal ini disebabkan karena pemasok dan pembeli akan pergi ke tempat lain jika mereka tidak mendapatkan banyak dari yang perusahaan tawarkan. Lain halnya dengan pesaing yang tidak dapat menirukan keunggulan kompetitif suatu perusahaan.

4. Kekuatan tawar pelanggan (*bargaining power of supplier*)

Semakin kuat daya tawar pelanggan, semakin lemah posisi perusahaan. Semakin kuatnya kekuatan pelanggan, semakin dekat kepada monopsoni, keadaan dimana terdapat banyak penjual dan hanya terdapat satu pembeli, dalam keadaan seperti itu, pembelilah yang menentukan harga. Dalam kenyataannya, keadaan monopsoni ini sangat sedikit.

5. Kekuatan tawar pemasok (*bargaining power of buyer*)

Pemasok memiliki kekuatan tersendiri, semakin sedikit pilihan pemasok yang dimiliki sebuah perusahaan, semakin perusahaan bergantung kepada pemasok tersebut dan semakin kuat posisi pemasok.

2.3.1.3 Analisis Perusahaan

Analisis perusahaan dilakukan dengan melakukan analisis pada kondisi keuangan perusahaan. Kemampuan perusahaan untuk tumbuh dan menghasilkan *cash flow* akan mempengaruhi nilai suatu perusahaan. Untuk itu laporan keuangan bagian yang sangat krusial dalam melakukan analisis ini. Dalam analisis perusahaan terdapat dua alat untuk melakukan analisis, yakni analisis rasio dan analisis *cash flow*. Analisis rasio dilakukan untuk mengetahui hubungan antar akun dalam laporan keuangan, sedangkan analisis *cash flow* dilakukan untuk mengetahui tingkat likuiditas perusahaan, selain itu dilakukan untuk mengukur operasi manajemen, investasi, dan pendanaannya.

2.3.1.3.1 Analisis Rasio

Langkah pertama yang dilakukan dalam analisis rasio adalah mengukur keseluruhan tingkat profitabilitas perusahaan dengan menggunakan *return on equity* (ROE). ROE merupakan indikator yang komprehensif yang menunjukkan seberapa baik perusahaan menggunakan sumber daya keuangan yang ditanamkan *shareholders* untuk menghasilkan *return*.

(Sumber : Ross, 2006)

$$ROE = \frac{\text{Net Income}}{\text{Shareholder'sequity}}$$

(2.3)

ROE sendiri tersusun dari dua faktor, yaitu faktor yang mengukur bagaimana pengaruh profitabilitas dalam penggunaan asetnya dan yang mengukur seberapa besar aset perusahaan relatif terhadap investasi *shareholders*.

(Sumber : Ross, 2006)

$$ROE = ROA \times \text{Financial leverage} \quad (2.4)$$

(Sumber : Ross, 2006)

$$ROE = \frac{\text{Net Income}}{\text{Assets}} \times \frac{\text{Assets}}{\text{Shareholder's equity}} \quad (2.5)$$

Return on assets (ROA) menunjukkan seberapa besar perusahaan dapat menghasilkan profit dari setiap rupiah aset yang diinvestasikan. ROA dapat dijabarkan menjadi :

(Sumber : Ross, 2006)

$$ROA = \frac{\text{Net Income}}{\text{Sales}} \times \frac{\text{Sales}}{\text{Assets}} \quad (2.6)$$

Rasio dari *net income* terhadap *sales* disebut *net profit margin* (NPM) atau *Return On Sales* (ROS). Angka ini menunjukkan seberapa besar pendapatan bersih yang diperoleh dari revenue total yang diiciptakan. Sedangkan rasio terhadap *sales* terhadap *aset* disebut sebagai *aset turnover*. Sebagai alternatif perhitungan ROE, dapat dilakukan dalam bentuk berikut.:

(Sumber : Damodaran, 2006)

$$\begin{aligned} ROE &= \frac{NOPAT}{Equity} - \frac{\text{Net interest expense after tax}}{Equity} \\ &= \frac{NOPAT}{\text{Net assets}} \times \frac{\text{Net assets}}{Equity} - \frac{\text{Net interest expense after tax}}{\text{Net Debt}} \times \frac{\text{Net Debt}}{Equity} \\ &= \frac{NOPAT}{\text{Net assets}} \times \left(1 + \frac{\text{Net debt}}{Equity}\right) - \frac{\text{Net interest expense after tax}}{\text{Net Debt}} \times \frac{\text{Net Debt}}{Equity} \\ &= \text{Operating ROA} \\ &+ (\text{Operating ROA} \\ &- \text{Effective interest rate after tax}) \times \text{Net financial leverage} \\ &= \text{Operating ROA} + \text{Spread} \times \text{Net financial leverage} \end{aligned}$$

(2.7)

Operating ROA mengukur seberapa besar kemampuan profitabilitas perusahaan untuk menerjemahkan aset ke dalam penciptaan laba. *Spread* merupakan incremental efek ekonomi dari masuknya hutang ke dalam struktur modal perusahaan.

Analisis sering menggunakan konsep *sustainable growth rate* untuk mengevaluasi rasio perusahaan dengan lebih komprehensif. *Sustainable growth rate* perusahaan dapat dijabarkan dengan :

(Sumber : Damodaran, 2006)

$$\mathbf{Sustainable\ growth\ rate = ROE \times (1 - Dividen\ payout\ ratio)}$$
(2.8)

Dividen payout ratio mengukur kebijakan dividen yang dimiliki perusahaan, yaitu dengan mengukur persentase seberapa besar dividen yang dibagikan dari *net income* yang didapat perusahaan.

(Sumber : Ross, 2006)

$$\mathbf{Dividen\ payout\ ratio = \frac{Cash\ dividends\ paid}{Net\ income}}$$
(2.9)

2.3.1.3.2 Estimasi Tingkat Diskonto (*Discount rate*)

Risiko dalam investasi diartikan sebagai faktor kemungkinan atau probabilitas suatu kejadian menyimpang dari yang telah direncanakan atau dapat dikatakan kemungkinan mendapatkan perbedaan pengembalian investasi dari yang sudah direncanakan. Risiko tidak hanya *income* yang buruk (lebih kecil dari yang diperkirakan) tetapi juga *income* yang baik (lebih besar dari yang direncanakan). Singkat kata risiko dapat merupakan potensi (*opportunity*), kegagalan (*failure*), dan juga kombinasi dari ketidakpastian (*uncertainty*). Secara garis besar, risiko terbagi menjadi dua kelompok, yaitu :

1. *Systematic risk* atau biasa disebut dengan risiko pasar, adalah risiko yang muncul pada pasar secara menyeluruh dan bisa berdampak pada seluruh investasi yang ada karena memiliki korelasi antar perusahaan. Risiko ini tidak dapat diminimalisir dengan cara apapun.

2. *Non-systematic risk* atau biasa disebut risiko non-pasar yang merupakan risiko bawaan perusahaan itu sendiri, risiko ini dapat diminimalisir dengan cara melakukan diversifikasi.

Estimasi *Discount rate* merupakan tahapan yang penting dalam melakukan valuasi karena menggambarkan risiko dari arus kas masa depan yang akan didiskontokan. *Cost of Equity* merupakan kunci dari setiap model *Discounted Cash Flow*.

Cost of equity (COE) adalah tingkat pengembalian yang investor inginkan dalam melakukan investasi ekuitas pada suatu perusahaan. Salah satu model yang digunakan untuk menghitung COE adalah *Capital Asset Pricing Model* (CAPM).

(Sumber : Damodaran, 2006)

$$E(R_i) = R_f + \beta(R_f - E(R_m)) \quad (2.10)$$

Dimana:

(R_i) = *Required return* atas *capital asset*

R_f = *Risk free rate*

β = Beta

$(R_f - E(R_m))$ = *Market risk premium*

CAPM dibangun atas dua asumsi, tidak adanya biaya transaksi (*transaction cost*) dan investor tidak memiliki akses atas informasi rahasia (*private information*) yang memungkinkan mereka untuk menilai suatu saham *undervalued* atau *overvalued* dengan seketika tanpa mengikuti pergerakan pasar.

Risk free rate (R_f) adalah tingkat pengembalian yang pasti, untuk memenuhi persyaratan dari pengembalian yang pasti ini terdapat dua syarat :

1. Tidak dapat *default*.
2. Tidak ada ketidakpastian terhadap tingkat reinvestasinya.

CAPM hanya mengukur *nondiversifiable risk* atau dengan kata lain, hasil perhitungan dari *nondiversifiable risk* tersebut dikenal dengan sebutan beta. Beta digunakan untuk mengetahui kepekaan suatu investasi apakah lebih berisiko terhadap market portofolio secara keseluruhan. Semakin sensitif

perubahan suatu aset relatif terhadap harga market secara keseluruhan, semakin tinggi beta faktornya. Tingkat kepekaan ini diukur dengan :

(Sumber : Damodaran, 2006)

$$\text{Beta of an Assets } (\beta) = \frac{\text{Cov}_{im}}{\sigma_m^2} \quad (2.11)$$

Dimana :

β = Sensitivitas perubahan (*systematic risk*)

Cov_{im} = *Covariance* aset dari market portofolio

σ_m^2 = Varians dari market portofolio

Beta dari perusahaan ditentukan oleh tiga hal, yaitu :

1. Jenis usaha, jenis usaha dimana perusahaan beroperasi sangat mempengaruhi risiko perusahaan secara realatif terhadap indeks pasar. Semakin sensitif perubahan harga suatu aset terhadap harga pasar secara keseluruhan, beta akan semakin tinggi.
2. *Degree of operating leverage*, tingkat *operating leverage* yang didominasi oleh *fixed cost* relatif terhadap *total cost* sangat berpengaruh terhadap varians laba sebelum pajak dibanding perusahaan yang memiliki *operating leverage* yang rendah. Semakin tinggi varians yang ditimbulkan, akan menyebabkan beta yang lebih tinggi.
3. *Degree of financial leverage*, tingkat *financial leverage* dengan komposisi bunga hutang yang tinggi, akan menyebabkan besarnya varians dari pendapatan bersih perusahaan, hal ini juga otomatis akan menyebabkan beta yang lebih tinggi.

Perhitungan *risk premium* (R_m) yang digunakan dilakukan menggunakan data historis, premium dikalkulasi sebagai perbedaan antara rata-rata *return* saham dan rata-rata dari *risk-free securities* dalam beberapa waktu.

2.3.1.3.3 Membuat Proyeksi Keuangan

Analisa perusahaan kemudian dilanjutkan dengan membuat proyeksi keuangan yang dimulai dengan melihat pertumbuhan historis. Hal ini harus dilakukan sebelum menerapkan teknik valuasi saham.

Tidak lupa bahwa dalam melakukan proyeksi keuangan, tidak dapat dilakukan untuk selama-lamanya, maka dari itu kita memerlukan apa yang disebut dengan *terminal value*. *Terminal value* merupakan perhitungan yang dihentikan dimasa depan, lalu menghitung *value* perusahaan pada tahun tersebut. Dalam menghitung *terminal value*, terdapat tiga pendekatan, yaitu :

1. *Liquidation value*, yaitu dengan menghitung *terminal value* berdasarkan nilai buku aset yang ada. Batasan dalam pendekatan ini adalah perhitungan *liquidation value* hanya berdasarkan perhitungan akuntansi dan tidak merefleksikan *earning power* dari aset.
2. *Multiple approach*, dengan pendekatan ini nilai perusahaan dimasa depan diestimasi dengan mengalikan *revenue* pada tahun yang akan diperkirakan. Pendekatan ini tidak menghiraukan adanya perbandingan antar perusahaan, maka dari itu, pendekatan yang sangat memungkinkan untuk dipakai dalam *Discounted Cash Flow* model hanyalah pendekatan *liquidation value* atau *stable growth*.
3. *Stable growth*. Dalam pendekatan *liquidation value*, perusahaan dianggap memiliki umur yang terbatas, sedangkan dalam pendekatan *stable growth*, perusahaan diasumsikan dapat melakukan reinvestasi asetnya kembali dan memperpanjang masa hidupnya. Bila diasumsikan perusahaan tumbuh selamanya dengan tingkat pertumbuhan yang konstan, maka *terminal value* dapat diperkirakan sebagai berikut :

(Sumber : Damodaran, 2006)

$$\text{Terminal Value} = \frac{\text{Cash flow}_{t+1}}{r - g_{\text{stable}}} \quad (2.12)$$

Dimana

r = *Cost of capital*

g = *growth*

2.3.1.4 Value of The Firm

Nilai suatu perusahaan sangat bergantung pada struktur permodalannya, karena *capital structure* sangat berpengaruh kepada *weighted average cost of*

capital (WACC). WACC memberi gambaran tentang komponen-komponen dari *capital structure* perusahaan. Nilai perusahaan akan menjadi maksimal jika WACC minimal, begitu juga sebaliknya.

Dua model dari *capital structure* dijelaskan oleh Modigliani Miller dengan proposisinya, yaitu M&M proposition 1 (dengan dan tanpa Pajak) dan M&M proposition 2 (dengan dan tanpa Pajak).

2.3.2 Pendekatan Valuasi

Secara umum, terdapat tiga pendekatan dalam melakukan valuasi, yaitu :

1. Model penilaian dengan *discounted cash flow*, menghubungkan nilai aset dengan kemampuan menghasilkan *cash flow* di masa depan atas aset tersebut.
2. Model penilaian *relative*, memperkirakan nilai aset dengan membandingkan aset lain relatif terhadap arus kas, nilai buku, dan penjualan
3. Model penilaian secara *contingent claim*, memperkirakan nilai aset dengan *option pricing model* untuk mengukur aset keuangan seperti misalnya, (*warrants, put options, call options, employee stock options, investments* yang melekat pada *option*, seperti *callable bond*). Dalam penulisan tesis ini, hanya akan dilakukan sedikit pembahasan mengenai *contingent claim* dikarenakan penulis tidak menggunakannya sebagai bahan analisa.

2.3.2.1 *Discounted Cash Flow* (DCF)

Pada *discounted cash flow*, nilai dari sebuah aset merupakan *present value* dari *cash flow* masa depan yang diharapkan dari aset tersebut. Hal ini berdasar pada filosofi bahwa suatu aset akan menghasilkan *return* pada masa depan. Pendekatan ini merupakan pendekatan yang paling sering digunakan.

Teknik penilaian dengan pendekatan *discounted cash flow* dapat dilakukan dengan tiga variasi, yaitu :

1. *Free cash flow to equity* (FCFE), digunakan untuk melakukan penilaian terhadap ekuitas perusahaan;

2. *Free cash flow to firm* (FCFF), digunakan untuk melakukan penilaian terhadap perusahaan secara keseluruhan;
3. *Adjusted present value*, digunakan untuk melakukan penilaian secara bertahap.

Formula dasar dari pendekatan *discounted cash flow model* yang baku adalah sebagai berikut :

(Sumber : Damodaran, 2006)

$$\text{Valuation of asset} = \frac{E(CF_1)}{(1+r)} + \frac{E(CF_2)}{(1+r)^2} + \frac{E(CF_2)}{(1+r)^3} + \dots + \frac{E(CF_n)}{(1+r)^n} \quad (2.13)$$

Dimana :

$E(CF_t)$ = *Cash flow* dalam periode t

r = *Discount rate*

n = Umur aset

t = Periode

2.3.2.1.1 *Free Cash Flow to Equity* (FCFE)

Metode ini menilai hanya ekuitas dari bisnis. *Cash flow* setelah pembayaran hutang ataupun pemilik modal dan pemenuhan kebutuhan akan alokasi investasi kembali disebut *free cash flow to equity*.

(Sumber : Damodaran, 2006)

$$\text{Free cash flow to Equity} = \text{Net Income} - (\text{Capital Expenditures} - \text{Depreciation}) - \text{Changes in Noncash Working Capital} + (\text{New debt raised} - \text{Debt repayment}) \quad (2.14)$$

Karena terdapat fluktuasi dalam arus kas perusahaan, maka ada beberapa versi yang dikembangkan yang mendasarkan pada asumsi mengenai pertumbuhan di masa datang.

1. *Stable growth FCFE Model*
2. *Two stage FCFE Model*

1. *Stable growth FCFE Model*

Dalam *stable growth model*, diasumsikan bahwa arus kas dimasa yang akan datang akan dapat diprediksi melalui pertumbuhan yang konstan. Terdapat dua syarat dalam menggunakan model ini, yaitu :

- a) Tingkat pertumbuhan dari model ini, sama atau tidak melebihi tingkat pertumbuhan ekonomi.
- b) Karakteristik perusahaan harus konsisten dengan asumsi pertumbuhan yang stabil.

Rumus dari *stable growth model* ini adalah :

(Sumber : Damodaran, 2006)

$$P_0 = \frac{FCFE_1}{K_e - g_n} \quad (2.15)$$

Dimana

P_0 = Value of equity today

$FCFE_e$ = perkiraan FCFE tahun berikutnya

K_e = Cost of equity perusahaan

g_n = Growth rate in FCFE for the firm forever

2. *Two-stage FCFE Model*

Dalam *two-stage FCFE model*, perusahaan diasumsikan memiliki pertumbuhan dua kali, yaitu mengalami pertumbuhan yang cepat pada tahap awal dan pada tahap selanjutnya mengalami pertumbuhan yang stabil.

(Sumber : Damodaran, 2006)

$$Value = PV FCFE + PV Terminal Value \quad (2.16)$$

(Sumber : Damodaran, 2006)

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1 + k_e)^t} + \frac{P_n}{(1 + k_e)^n} \quad (2.17)$$

Dimana :

FCFE = Free cash flow to equity in year t

P_n = Nilai equity pada akhir periode pertumbuhan yang baik

k_e = *Cost of equity in high-growth and stable-growth period*

Untuk *terminal value* secara umum dihitung menggunakan *stable growth model*.

(Sumber : Damodaran, 2006)

$$P_n = \frac{FCFE_{n+1}}{r - g_n} \quad (2.18)$$

Dimana :

g_n = *Growth rate after terminal year forever*

2.3.2.1.2 *Free Cash Flow to Firm (FCFF)*

Melalui pendekatan *cost of capital*, nilai perusahaan didapatkan dengan mendiskontokan *Free Cash Flow to The Firm (FCFF)*. Metode ini menilai keseluruhan bisnis, tanpa terkecuali klaim kreditur dan pemegang saham baik biasa maupun preferen. Model ini juga menilai perusahaan dilihat dari sisi *financial leverage*-nya, apakah berpengaruh atau tidak. Selain itu, terdapat perbedaan juga pada *tax benefit* dari hutang dan meningkatnya *bankruptcy cost* dikarenakan dimasukkannya faktor hutang yang sekaligus bisa menambah *value of the firm*, atau bahkan bisa menurunkan *value of the firm*. *Cash flow* sebelum pembayaran hutang ataupun pemilik modal dan pemenuhan kebutuhan akan alokasi investasi kembali disebut *free cash flow to the firm*.

Harus diingat bahwa FCFF merupakan hasil dari perhitungan *operating income* perusahaan dan hasil dari seberapa besar *operating income* tersebut di-reinvestasikan untuk mendukung pertumbuhan perusahaan.

(Sumber : Damodaran, 2006)

$$FCFF = EBIT(1 - Tax Rate) - (Capital expenditures - Depreciation) - Changes in noncash working capital \quad (2.19)$$

Sebagaimana model FCFE, model FCFF juga terdiri dari beberapa versi yang dikembangkan yang mendasarkan pada asumsi mengenai pertumbuhan di

masa datang, yaitu *Stable growth FCFF Model* dan *General version FCFF Model*.

1. *Stable growth FCFE Model*

Dalam *FCFF stable growth model*, syarat yang harus dipenuhi sama dengan *FCFE stable growth model*, yaitu :

1. Tingkat pertumbuhan dari model ini, sama atau tidak melebihi tingkat pertumbuhan ekonomi.
2. Karakteristik perusahaan harus konsisten dengan asumsi pertumbuhan yang stabil.

Rumus dari *stable growth model* ini adalah :

(Sumber : Damodaran, 2006)

$$\text{Value of firm} = \frac{FCFF_t}{WACC - g_n} \quad (2.20)$$

Dimana

$FCFF_1$ = perkiraan FCFE tahun berikutnya

$WACC$ = *Weighted average cost of capital*

g_n = *Growth rate in FCFF (forever)*

2. *General version FCFF Model*

Dalam sebagian besar kasus, *present value* dari FCFF dapat ditulis dengan:

(Sumber : Damodaran, 2006)

$$\text{Value of firm} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} \quad (2.21)$$

Dimana :

$FCFF_t$ = *Free cash flow to firm in year t*

$WACC$ = *Weighted average cost of capital*

Jika perusahaan sudah mencapai kondisi *steady state* dan mulai untuk pertumbuhan yang sudah tetap pada tahun n, maka *value* perusahaan dapat dirumuskan dengan :

(Sumber : Damodaran, 2006)

Value of operating assets of the firm

$$= \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{[\frac{FCFF_{n+1}}{(WACC - g_n)}]}{(1 + WACC)^n} \quad (2.22)$$

2.3.2.2 Relative Valuation

Metode ini menggunakan penilaian suatu aset, akan selalu membandingkan dengan nilai pasar aset sejenis di pasar. Berdasarkan pendekatan ini, investor dapat memutuskan sendiri secara subjektif apakah suatu saham dinilai murah atau mahal berdasarkan permintaan pasar dibandingkan dengan saham sejenis yang ada di dalam sebuah industri.

Terdapat tiga variasi dalam menghitung *relative valuation*, yaitu :

1. *Direct comparison*, dengan pendekatan ini analis berusaha mencari dua perusahaan yang hampir benar-benar mirip (*similar*), dan kemudian berusaha untuk membandingkan keduanya. Kata kunci dari pendekatan ini adalah melakukan identifikasi perusahaan yang hampir identik dan kemudian menentukan nilai perusahaan tersebut.
2. *Peer group average*, dengan pendekatan ini analis melakukan penilaian perusahaan dibandingkan dengan perusahaan yang berada dalam grup atau industri yang sama.
3. *Peer group average adjusted for differences*, dengan pendekatan ini analis melakukan penyesuaian dari pendekatan sebelumnya disebabkan adanya perbedaan dari perusahaan dan pembandingnya, dalam banyak kasus, penyesuaian ini sangat subjektif, karena penyesuaian yang dilakukan dalam *peer group average* memang dilakukan berdasarkan penyesuaian tiap individu yang melakukannya.

Metode ini berlandaskan pada filosofi bahwa suatu barang dengan spesifikasi yang identik memiliki nilai yang persis sama sekalipun berada dalam waktu ataupun dinyatakan dalam mata uang yang berbeda. Hal ini menjadikan *relative valuation*. Namun, kendala dalam penerapan metode ini adalah ketiadaan

suatu yang *similar* atau sama. Pada penilaian suatu perusahaan, tidak ada suatu hal pun yang akan sama sebagai perbandingan untuk penilaian.

P/ER adalah harga pasar suatu saham dibagi dengan EPS-nya, rasio ini menghitung kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Semakin kecil P/ER suatu perusahaan dibandingkan dengan perusahaan lainnya dalam industri sejenis, semakin baik untuk dijadikan tempat investasi yang menarik, karena dengan begitu kinerja perusahaan dalam menghasilkan laba semakin baik.

Adapun kelemahan penghitungan dengan P/ER adalah mudahnya terjadi distorsi oleh pendapatan-pendapatan yang tidak berhubungan dengan operasional perusahaan seperti laba kurs dan sebagainya yang bisa mempengaruhi posisi laba bersih di luar kinerja operasional (Haryo Koconegoro, 2009).

2.3.2.3 *Contingent Claim Valuation*

Pendekatan valuasi ini dinilai baru dan revolusioner. Penilaian dengan *Discounted Cash Flow Model* menunjukkan bahwa nilai intrinsik saham saat ini sama dengan nilai kini dari arus kas yang diharapkan akan diterima di masa yang akan datang. Penilaian ini dinilai akan menyajikan aset lebih kecil disebabkan karena tidak mempertimbangkannya kemungkinan bahwa perusahaan dapat belajar dengan seiring waktu. Sedangkan penilaian menggunakan *Relative Valuation Model* hanya menggunakan perbandingan kemampuan perusahaan menghasilkan *earning* dan membandingkannya dengan kemampuan perusahaan lain dalam industri tersebut. *Contingent Claim Valuation* atau *Option Valuation* adalah aset yang dinilai hanya berdasarkan kondisi-kondisi tertentu (*certain contingencies*). Apabila sebuah aset berada dalam kondisi yang *favorable*, maka akan terdapat perbedaan penilaian dari nilai sebelumnya yang akan bisa lebih tinggi dibandingkan dengan menggunakan valuasi model lainnya. Jika tidak, malah bisa sebaliknya, nilai perusahaan bisa tidak berubah, bahkan mengalami penurunan.

BAB 3

METODOLOGI PENELITIAN DAN GAMBARAN UMUM PERUSAHAAN

3.1 Metodologi Penelitian

Penelitian ini dilakukan untuk mencari nilai wajar perusahaan. Metode penelitian yang digunakan dalam penulisan tesis ini adalah *top down approach*, yang akan dimulai dari analisis kondisi lingkungan makro ekonomi serta analisis industri dimana perusahaan beroperasi (analisa kualitatif) yang kemudian dilanjutkan dengan metode kuantitatif, yaitu dengan melakukan perhitungan nilai wajar saham menggunakan model valuasi yaitu *Discounted Cash Flow (DCF)* dengan pendekatan *Free Cash Flow to Equity (FCFE)* dan *Relative Valuation* dengan pendekatan *Price to Earning Ratio (P/ER)* dengan membandingkan P/ER semua perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang bergerak dalam industri pertambangan batubara di Indonesia. Penggunaan dengan pendekatan FCFE ini disebabkan karena penulis ingin langsung menilai *stock* perusahaan apakah *undervalue* atau *overvalue* dan penilaian *relative valuation* dengan pendekatan P/ER disebabkan informasi P/ER sangat umum beredar dan menjadi acuan kasar pertama dalam menentukan saham mana yang ingin dibeli, karena dapat langsung membandingkan P/ER satu perusahaan dengan perusahaan lain yang berada dalam industri yang sama.

3.1.1 Ruang Lingkup

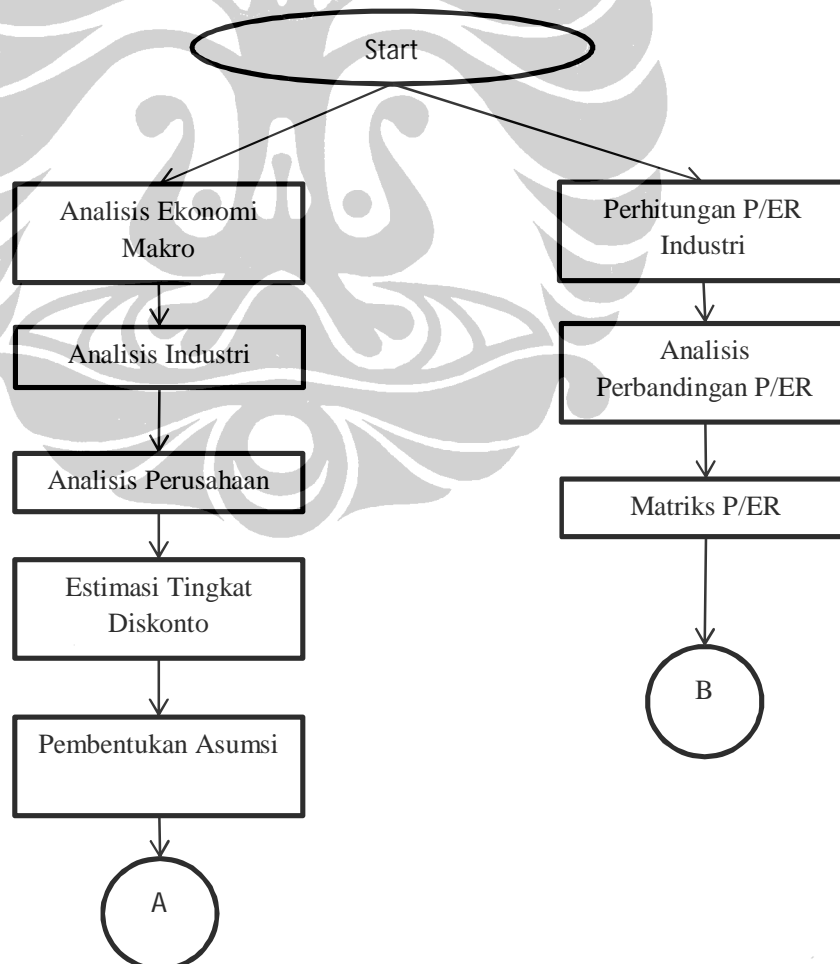
Dalam penyusunan tesis ini, perusahaan yang dijadikan objek adalah perusahaan yang diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang bergerak di bidang pertambangan batubara, yaitu PT Bukit Asam Tbk (PTBA) dan PT Adaro Energy Tbk (ADRO), dengan batasan ruang lingkup penelitian berdasar pada laporan keuangan konsolidasi (*audited*) selama enam tahun terakhir, yaitu dari tahun 2005 hingga 2010. Pemilihan kedua perusahaan ini dimaksudkan agar penelitian ini dapat mewakili perusahaan pemerintah dan perusahaan swasta. Penelitian ini juga memasukkan analisis ekonomi makro dan industri dimana perusahaan menjalankan usahanya untuk memproyeksikan *cash flow to equity*

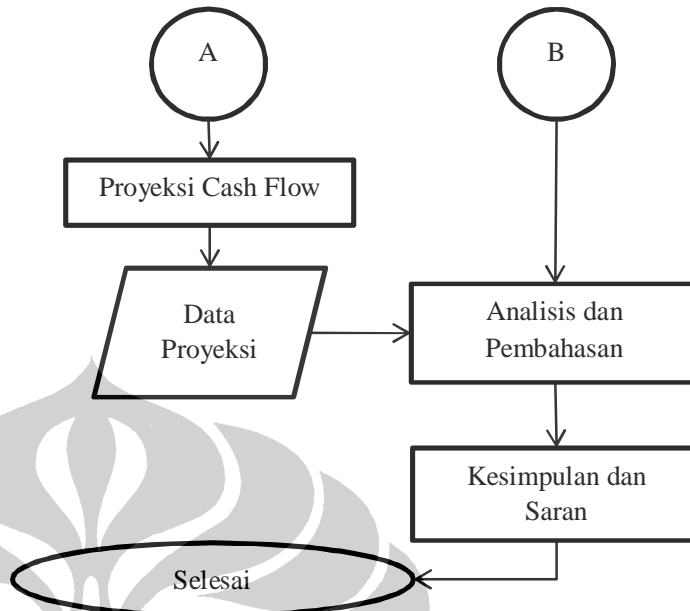
perusahaan sepuluh tahun kedepan disertai dengan *terminal value* masing-masing perusahaan. Setelah itu penilaian dilanjutkan dengan menganalisis kelayakan investasi atas pembelian investor.

3.1.2 Data dan Pengumpulan Data

Dalam menentukan penilaian saham PTBA dan ADRO, penulis berdasar pada data primer dan data sekunder. Data primer merupakan data kuantitatif, berupa laporan keuangan konsolidasi perusahaan, yang diperlukan dalam analisis perusahaan dan prediksi cash flow perusahaan pada 10 tahun mendatang. Untuk analisis ekonomi makro dan analisis industri, penulis menggunakan data sekunder yang berasal dari situs perusahaan, majalah, koran, internet, dan laporan-laporan baik yang berasal dari lembaga nasional maupun internasional.

3.1.3 Flowchart Penelitian





Gambar 3.1 Flowchart penelitian

3.2 Gambaran Umum Perusahaan

3.2.1 Gambaran Umum PT Bukit Asam Tbk

PT Bukit Asam Tbk (Persero) didirikan pada tanggal 2 Maret 1981. Pada tahun 1993, perusahaan ditunjuk oleh Pemerintah Indonesia untuk mengembangkan Satuan Kerja Pengusahaan Briket (SKPB). Pada tanggal 23 Desember 2002, Perusahaan ini resmi menjadi perusahaan publik yang tercatat di Bursa Efek Indonesia dengan kode "PTBA".

Kegiatan usaha perseroan meliputi :

- Mengusahakan pertambangan yang meliputi penyelidikan umum, eksplorasi, eksploitasi, pengolahan, pemurnian, pengangkutan dan perdagangan bahan-bahan galian terutama batubara.
- Mengusahakan pengolahan lebih lanjut atas hasil produksi bahan-bahan galian terutama batubara.
- Memperdagangkan hasil produksi sehubungan dengan usaha di atas, baik hasil sendiri maupun hasil produksi pihak lain, baik di dalam maupun luar negeri.

- Mengusahakan dan mengoperasikan pelabuhan dan dermaga khusus batubara, baik untuk keperluan sendiri maupun keperluan pihak lain.
- Mengusahakan dan mengoperasikan pembangkit tenaga listrik uap, baik untuk keperluan sendiri maupun untuk keperluan pihak lain.
- Memberikan jasa-jasa konsultasi dan rekayasa dalam bidang yang terkait dengan pertambangan batubara beserta hasil-hasil olahannya.

Perseroan memiliki beragam jenis batubara sesuai dengan kadar kualitas yang terkandung di dalamnya, jenis batubara tersebut adalah BA 55, BA 59, BA 63, BA 67, dan BA 70 dengan spesifikasi sebagai berikut :

Tabel 3.1 Jenis Batubara PT Bukit Asam Tbk

Coal Brand	CV (KCal/kg,adb)	TM (%,ar)	IM (%,adb)	Ash (%,adb)	VM (%,adb)	FC (%,adb)	TS (%,adb)
BA 55	5500	30	14.0	8.0	40	37.0	0.8
BA 59	5900	28	14.0	8.0	40	37.5	0.8
BA 63	6300	22	10.5	7.0	40	43.0	0.8
BA 67	6700	18	9.0	7.0	40	44.5	0.7
BA 70	7000	14	7.0	7.0	40	47.5	0.7

Sumber : <http://ptba.co.id/en/about/content/id/19/brand>

Perusahaan memiliki izin Kuasa penambangan (KP) dengan luas total 90.702 Ha, yang terletak di Tanjung Enim (66.414 Ha), Ombilin (3.950 Ha), Peranop/Cerenti Indragiri Riau (17.100 Ha), dan di kecamatan Palaran, kotamadya Samarinda (melalui anak perusahaan International Prima Coal (IPC) seluas 3.238 Ha). Merujuk pada hasil penilaian sumber daya (*resources*) dan cadangan (*reserve*) oleh pihak independen yaitu “International Mining Consultant (IMC)” pada Desember 2008, sumber daya batubara perseroan mencapai 7,3 miliar Mt yang tersebar di seluruh KP tersebut. Sedangkan jumlah cadangan tertambang mencapai 1,8 miliar Mt, belum termasuk cadangan tertambang pada KP yang berlokasi di kabupaten Lahat yang berstatus sedang dalam tahap penyelesaian dengan Pemda setempat. Apabila cadangan tertambang pada KP di kabupaten Lahat diperhitungkan, maka jumlah cadangan tertambang menjadi 2,0 miliar Mt.

Sejalan dengan visi perseroan untuk menjadi perusahaan energi berbasis batubara yang berdaya-saing dan memberikan nilai optimal bagi para pemangku kepentingan, maka Perseroan membentuk beberapa anak perusahaan yang bergerak sebagai sektor pendukung pencapaian target produksi dan penjualan Perseroan, maupun untuk pengembangan berbagai produk derivatif batubara. Perusahaan dan anak-anak Perusahaan (bersama-sama disebut “Grup”) bergerak dalam bidang industri tambang batubara, meliputi kegiatan penyelidikan umum, eksplorasi, eksploitasi, pengolahan, pemurnian, pengangkutan dan perdagangan, pemeliharaan fasilitas dermaga khusus batubara baik untuk keperluan sendiri maupun pihak lain, pengoperasian pembangkit listrik tenaga uap baik untuk keperluan sendiri ataupun pihak lain dan memberikan jasa-jasa konsultasi dan rekayasa dalam bidang yang ada hubungannya dengan industri pertambangan batubara beserta hasil olahannya.

Tabel 3.2 Daftar Anak Perusahaan PT Bukit Asam Tbk

Nama Perusahaan	Bidang
PT Batubara Bukit Kendi	Penambangan batubara
PT Internasional Prima Coal	Penambangan batubara
PT Bukit Asam Tbk Banko	Penambangan batubara
PT Bukit Asam Tbk Prima	Perdagangan batubara
PT Bukit Asam Tbk Metana Ombilin	Penambangan gas metana
PT Bukit Asam Tbk Metana Enim	Penambangan gas metana
PT Bukit Asam Tbk Metana Peranap	Penambangan gas metana

Sumber : Laporan Keuangan PTBA, 2010

Perusahaan merumuskan kebijakan terpadu jangka panjang dalam bentuk CSR PTBA Pedoman yang telah disahkan oleh Direktur Utama pada akhir tahun 2009. Pedoman berffokus pada enam bidang utama: (1) ekonomi, (2) lingkungan, (3) hak asasi manusia, (4) praktik kerja dan kondisi kerja yang layak, (5) tanggung jawab produk, dan (6) masyarakat. Keenam fokus kegiatan tersebut sesuai dengan standar internasional dari implementasi CSR yang ditetapkan oleh Global Reporting Initiatives (GRI) dan dirumuskan dalam strategi implementasi yang didasarkan pada etika bisnis / norma-norma yang berlaku umum.

3.2.1.1 Visi, Misi, dan Filosofi

Visi : Untuk menjadi perusahaan energi ramah lingkungan berbasis batubara

Misi :

- Fokus pada kompetensi inti dan pertumbuhan berkelanjutan
- Optimalkan pemegang saham kembali
- Mempromosikan budaya perusahaan berbasis kinerja
- Berkontribusi terhadap pembangunan ekonomi nasional
- Berkontribusi terhadap peningkatan kesejahteraan masyarakat dan pelestarian dan lingkungan

Sebagai pemimpin dalam perusahaan energi berbasis batubara terkemuka di Indonesia yang ramah lingkungan, maka perusahaan mengadopsi enam langkah strategis, yaitu :

- Fokus pada pertumbuhan produksi dan penjualan batubara
- Fokus pada proyek-proyek dengan skala *readliness* 1
- Restrukturisasi perusahaan
- Meningkatkan kompetensi sumber daya manusia dan regenerasi serta mempromosikan penghargaan berbasis kinerja
- Meningkatkan sistem remunerasi yang didasarkan pada penghargaan berbasis kinerja
- Mempromosikan penilaian kinerja dalam pengelolaan lingkungan

3.2.1.2 Struktur Organisasi PT Bukit Asam Tbk

Susunan Dewan Komisaris dan Direksi Perusahaan adalah sebagai berikut :

Dewan Komisaris

Komisaris Utama	: Supriyadi
Komisaris	: Umiyatun Hayati Thamrin Sihite
Komisaris Independen	: Suranto Soemarsono
	Abdul Latief Baky

Direksi

Direktur Utama	: Sukrisno
Direktur Keuangan	: Dono Boestami
Direktur Operasi/Produksi	: Milawarma
Direktur Pengembangan Usaha	: Heri Supriyanto
Direktur Niaga	: Tiendas Mangeka
Direktur Umum dan SDM	: Mahbub Iskandar

Sedangkan susunan komite audit perusahaan adalah :

Ketua	: Suranto Soemarsono
Anggota	: Azhar Zainuri Ridho Kresna Wattimena

3.2.1.3 Sejarah Singkat PT Bukit Asam Tbk

Pertambangan batubara di Tanjung Enim diprakarsai oleh Pemerintah Kolonial Belanda pada tahun 1919 dengan mengoperasikan tambang batubara pertama yang menggunakan metode penambangan terbuka di Air Laya.

Dengan menggunakan metode penambangan bawah tanah, operasi awal dimulai pada tahun 1923 dan berlangsung sampai tahun 1940, sementara produksi komersial dimulai pada 1938. Ketika periode kolonial Belanda berakhir di Indonesia, para pekerja tambang berjuang untuk melakukan nasionalisasi tambang. Pada tahun 1950, Pemerintah Indonesia menyetujui pembentukan Tambang Batubara Milik Negara Bukit Asam atau bisa disebut Perusahaan Negara Tambang Arang Bukit Asam (PN TABA).

Pada 1981, PN TABA berubah status menjadi perseroan terbatas dengan nama PT Tambang Batubara Bukit Asam (Persero) Tbk. Untuk mengembangkan industri batubara di Indonesia, pada tahun 1990 pemerintah melakukan penggabungan usaha Perum Tambang Batubara dengan Perusahaan. Sejalan dengan program keamanan energi pembangunan nasional, pada tahun 1993, perusahaan ditugaskan oleh pemerintah untuk mengembangkan usaha briket batubara. Pada tanggal 23 Desember 2002, perusahaan menjadi perusahaan publik yang tercatat di Bursa Efek Indonesia dengan kode "PTBA".

3.2.1.4 Kinerja Keuangan Perusahaan

Pada tahun 2010, perusahaan membukukan penurunan *revenue* sebesar 12% dari tahun sebelumnya sebesar Rp 8,95 triliun pada tahun 2009 menjadi Rp 7,91 triliun pada 2010. Begitu juga dengan *net profit* yang juga mengalami penurunan sebesar 26% dari tahun sebelumnya sebesar Rp 2,73 triliun pada 2009 menjadi Rp 2,01 triliun pada tahun 2010.

Untuk *average selling price*, perusahaan membagi dua harga jual, harga untuk konsumen lokal (domestik), dan untuk tujuan ekspor. Pada tahun 2010 penurunan harga rata-rata batubara terjadi untuk penjualan domestik, sedangkan untuk ekspor mengalami kenaikan. Untuk penjualan domestik terjadi penurunan harga rata-rata sebesar 18% dari sebelumnya Rp 747.417/Mt pada tahun 2009, menjadi Rp 612.366/Mt. Untuk ekspor, terjadi kenaikan harga rata-rata sebesar 4%, dari sebelumnya 64,59 USD/Mt pada tahun 2009, menjadi 67,5 USD/Mt.

Untuk volume penjualan, perusahaan membukukan kenaikan penjualan sebesar 3 % dari tahun sebelumnya sebesar 12,5 juta Mt pada tahun 2009 menjadi 12,9 juta Mt pada tahun 2010. Sedangkan volume produksi pada tahun 2010 naik sebesar 8% dari tahun sebelumnya yang hanya 11,6 juta Mt pada tahun 2009 menjadi 12,5 juta Mt pada tahun 2010.

3.2.2 Gambaran Umum PT Adaro Energy Tbk

PT Adaro Energy Tbk didirikan dengan nama PT Padang Karunia, sebuah perusahaan terbatas yang didirikan di Indonesia pada tahun 2004. PT Padang Karunia berubah nama menjadi PT Adaro Energy Tbk dan dicatatkan di Bursa Efek Indonesia pada 16 Juli 2008.

PT Adaro Energy Tbk saat ini merupakan produsen batubara termal kedua terbesar di Indonesia yang mengoperasikan tambang batubara tunggal terbesar di Indonesia, serta merupakan salah satu produsen batubara dengan biaya terendah. Visi PT Adaro Energy Tbk adalah menjadi perusahaan pertambangan batubara yang terintegrasi dan paling efisien di Asia Tenggara. Karakteristik batubara yang dihasilkan adalah sub-bituminous, yang memiliki nilai panas sedang dan polutan ultra-rendah, dengan sumber daya total 3,5 miliar Mt (JORC Compliant 2009) (Adaro, 2010).

Karena memiliki karakteristik lingkungan, batubara PT Adaro Energy Tbk diberi merek dagang sebagai "Envirocoal" dan telah terbukti secara global di antara pembangkit listrik *blue-chip*.

Harga dapat berupa harga tetap yang ditentukan melalui negosiasi tahunan, atau ditetapkan dengan mengacu pada harga indeks, sementara biaya dikelola secara efektif karena model bisnis PT Adaro Energy Tbk terintegrasi secara vertikal. Selain cadangan batubara yang besar, PT Adaro Energy Tbk memiliki aset berkualitas tinggi untuk mendukung operasi seperti jalan angkut sepanjang 75 kilometer yang menghubungkan lokasi tambang ke fasilitas *crushing* di Kelanis dan terminal batubara di Pulau Laut. Selain itu, melalui anak perusahaannya, PT Adaro Energy Tbk juga memiliki armada tambang lengkap termasuk mesin bor, *wheel loader*, *wheel dozer*, *excavator*, *grade*, truk artikulasi, *dump truck*, kepala truk, kapal, *dollys*, *crushers*, dll.

Model bisnis PT Adaro Energy Tbk meliputi rantai pasokan batubara yang terintegrasi, sehingga efisien dalam pengiriman batubara, ini semua dilakukan demi memenuhi kebutuhan pelanggan. Sebagai tambang batubara pedalaman dengan nilai panas sedang, PT Adaro Energy Tbk bisa menjadi pemasok yang secara potensial dapat dengan mudah disukai oleh pelanggan, ini disebabkan karena PT Adaro Energy Tbk selalu menjaga biaya agar tetap minimum, menawarkan produk yang berkualitas tinggi yang dapat diandalkan, dan selalu memberikan layanan pelanggan yang baik. Dalam melaksanakan model ini, PT Adaro Energy Tbk fokus pada peningkatan cadangan batubara, meningkatkan efisiensi biaya, mengembangkan infrastruktur, membina hubungan komunitas dengan baik, serta mengembangkan dan mempertahankan hubungan jangka panjang dengan pelanggan *blue-chip* yang setia.

PT Adaro Energy Tbk dan kelompok anak perusahaannya memiliki banyak keunggulan kompetitif, termasuk diantaranya adalah :

- Produsen berbiaya rendah : lokasi penambangan dan karakteristik deposit, strategi pelaksanaan operasi, dan menciptakan kapasitas produksi batubara pada tingkat biaya rendah.
- Operasi besar : PT Adaro Energy Tbk dan anak perusahaan memiliki dan mengoperasikan tambang batubara terbesar di Indonesia, merupakan

produsen batubara terbesar kedua di Indonesia, memiliki lokasi tambang pit terbuka tunggal terbesar di belahan bumi selatan dan terbesar keempat di dunia.

- Batubara unik : batubara PT Adaro Energy Tbk yang ramah lingkungan adalah merek dagang di seluruh dunia sebagai “Envirocoal”. Hal ini menumbuhkan kepedulian terhadap lingkungan serta pemahaman atas manfaat lain Envirocoal, seperti biaya operasi yang lebih rendah, yang akan terus menjadi dasar permintaan bagi Envirocoal.
- Tenaga kerja terampil dan berpengalaman : manajemen dan tenaga kerja dalam jumlah besar dan bervariasi yang terdiri dari orang-orang yang berpengalaman selama puluhan tahun di Indonesia dan seluruh dunia. Hal ini menimbulkan anggapan bahwa PT Adaro Energy Tbk bertanggung jawab untuk mendirikan pasar internasional untuk batubara lingkungan sub-bituminous.
- Diversifikasi basis pelanggan setia blue chip: PT Adaro Energy Tbk dan anak perusahaan menjual Envirocoal kepada para nasabah geografis yang beragam dari 41 perusahaan di 17 negara di seluruh dunia. Sebagian besar telah menjadi pelanggan selama bertahun-tahun dan sebagian besar adalah perusahaan listrik.
- Tidak dibatasi oleh infrastruktur: infrastruktur PT Adaro Energy Tbk yang ada memungkinkan perusahaan untuk meningkatkan kemampuan produksi secara pesat, dengan belanja modal minim, dan dapat dengan cepat menyesuaikan volume produksi berdasarkan permintaan dan kondisi pasar.
- Kumpulan *profit center* yang terpadu: rencana PT Adaro Energy Tbk adalah agar di masa depan, setiap anak perusahaan menjadi sepenuhnya terintegrasi ke dalam rantai pasokan batubara PT Adaro Energy Tbk dan menjadi sebuah *profit center* yang independen. Keuntungan dari anak perusahaan tersebut akan membantu pertumbuhan dan pendapatan keseluruhan Grup dan setiap anak perusahaan bisa menjadi perusahaan publik.

- Anak perusahaan yang berpengalaman: bisnis unit strategis PT Adaro Energy Tbk berpengalaman dalam sektor pertambangan, perdagangan, jasa kontraktor pertambangan, dan infrastruktur & logistik.
- Aset berkualitas tinggi: seperti halnya 3,5 miliar Mt cadangan batubara dan sumber daya, PT Adaro Energy Tbk memiliki armada produksi yang lengkap dalam bentuk peralatan, fasilitas penghancuran, penyimpanan, transportasi, bongkar, produksi, dan fungsi pendukung lainnya.

PT Adaro Energy Tbk dan anak perusahaannya saat ini berurusan dengan pertambangan dan perdagangan batubara, infrastruktur dan logistik batubara, serta jasa kontraktor penambangan. Setiap anak perusahaan operasi diposisikan sebagai pusat laba mandiri dan terpadu sehingga PT Adaro Energy Tbk dapat memproduksi batubara secara kompetitif, handal, dan menjadi rantai pasokan batubara yang menghasilkan nilai yang optimal bagi pemegang saham. Di masa depan, PT Adaro Energy Tbk akan terus mendorong untuk pertumbuhan dan perkembangan lebih lanjut.

Menggunakan moto, "Menciptakan cinta, mengembangkan, dan memelihara kemitraan, tumbuh dengan masyarakat, mekar bersama masyarakat", PT Adaro Energy Tbk telah menetapkan komitmennya untuk menjadi mitra yang bertanggung jawab dan tetangga yang baik terhadap masyarakat sekitar wilayah operasinya. Motto tersebut juga digunakan sebagai dasar bagi PT Adaro Energy Tbk melalui anak perusahaan pertambangannya telah melakukan *Corporate Social Responsibility* (CSR) selama bertahun-tahun dengan memperhitungkan potensi daerah dalam bergerak untuk mendukung pemberdayaan masyarakat di daerah sekitarnya. Program CSR meliputi empat bidang untuk pengembangan masyarakat:

1. Pembangunan ekonomi, dengan Pengembangan Perkebunan Karet *High Yield*, pembiayaan mikro, dan Program Pertanian Terpadu
2. Peningkatan pendidikan
3. Peningkatan kesehatan
4. Sosial dan promosi budaya

**Tabel 3.3 Daftar Anak Perusahaan PT Adaro Energy Tbk
(Kepemilikan langsung)**

Nama Perusahaan	Bidang
PT Alam Tri Abadi	Perdagangan dan jasa
PT Saptaindra Sejati	Jasa pertambangan
PT Makmur Sejahtera Wisesa	Perdagangan dan pembangkitan listrik

Sumber : Laporan Keuangan ADRO, 2009

**Tabel 3.4 Daftar Anak Perusahaan PT Adaro Energy Tbk
(Kepemilikan tidak langsung)**

Nama Perusahaan	Bidang
PT Adaro Energy Tbk Indonesia	Pertambangan
Coaltrade Services International Pte Ltd	Penjualan batubara/ Coal trading
PT Jasapower Indonesia	Perdagangan
PT Indonesia Bulk Terminal	Pengelolaan batubara
Orchard Maritime Logistics Pte Ltd	Pengelolaan dan pengangkutan batubara
PT Maritim Barito Perkasa	Pengelolaan dan pengangkutan batubara
PT Harapan Bahtera Internusa	Pengelolaan dan pengangkutan batubara
PT Satya Mandiri Persada	Jasa
PT Maritim Indonesia	Jasa
PT Adaro Energy Tbk Power	Jasa
PT Puradika Bongkar Muat Makmur Jasa	Jasa
PT Sarana Daya Mandiri	Jasa
PT Biscayne Investments	Investasi
PT Dianlia Setyamukti	Investasi
Rach Ltd	Investasi
Rachpore Investments Pte Ltd	Investasi
Arindo Holdings Ltd	Investasi
Vindoor Ltd	Investasi
PT Viscaya Investments	Investasi
Ariane Investments Pty Ltd	Investasi
Indonesia Coal Pty Ltd	Investasi
Rachmalta Investment	Investasi
Coronado Holdings Pte Ltd	Investasi
Orchard Maritime Netherlands B.V.	Investasi
PT Sarana Multi Persada	Investasi
Joyce Corner International Ltd	Investasi

Sumber : Laporan Keuangan ADRO, 2009

3.2.2.1 Visi, Misi, dan Filosofi

Visi : Untuk menjadi pertambangan batubara terbesar dan paling efisien terpadu dan perusahaan energi di Asia Tenggara.

Misi : Berada dalam bisnis pertambangan batubara dan energi untuk:

- Memenuhi kebutuhan pelanggan
- Mengembangkan kemampuan karyawan
- Bermitra dengan pemasok
- Mendukung masyarakat dan pembangunan nasional
- Mempromosikan lingkungan yang aman dan berkelanjutan
- Memaksimalkan nilai pemegang saham

Nilai-nilai yang diterapkan pada PT Adaro Energy Tbk adalah :

- Fokus pada Pelanggan
- PDCA (*Plan Do Check Action*)

Tujuan perusahaan adalah untuk menciptakan nilai maksimum bagi pemegang saham. Untuk mencapai itu, perusahaan menggunakan strategi yang sederhana namun efektif, yang meliputi pertumbuhan organik tahunan dari deposit besar yang ada berupa batubara berkualitas tinggi, meningkatkan cadangan perusahaan, meningkatkan efisiensi dengan melakukan integrasi secara vertikal rantai pasokan batubara perusahaan dan juga melakukan akuisisi deposito *greenfield* kelas dunia dari batubara Indonesia. Dengan meningkatkan efisiensi rantai pasokan yang terintegrasi secara vertikal, memungkinkan grup PT Adaro Energy Tbk untuk memiliki pengendalian yang lebih baik atas seluruh rantai pasokan batubara, mengurangi ketergantungan pada setiap operator tunggal, dan mengurangi biaya pengendalian.

3.2.2.2 Struktur Organisasi PT Adaro Energy Tbk

Susunan Dewan Komisaris dan Direksi Perusahaan adalah sebagai berikut:

Dewan Komisaris

Presiden Komisaris : Edwin Soeryadjaya

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

Direksi

Presiden Direktur : Garibaldi Thohir
 Wakil Presiden Direktur : Christian Ariano Rachmat
 Direktur Umum : Sandiaga Salahuddin Uno
 Direktur Keuangan : Andre Johannes Mamuaya David Tendian
 Direktur Operasional : Chia Ah Hoo
 Direktur Pemasaran : Alastair Bruce Grant

Komite Audit diangkat oleh dan bertanggung jawab kepada Dewan Komisaris. Tugas utama Komite Audit adalah membantu Dewan Komisaris dalam menjalankan tanggung jawab mereka untuk memantau dan mengevaluasi laporan keuangan, pelaksanaan manajemen risiko, dan melakukan kontrol internal audit serta penerapan tata kelola perusahaan yang baik. Komite Audit perusahaan dibentuk pada bulan Januari 2009 dengan Susunan Komite Audit Perusahaan sebagai berikut :

Ketua : Ir. Palgunadi Tatit Setyawan
 Anggota : Prof. Dr. Ir. Irwandy Arif, MSc

Mamat Ma'mun, SE

3.2.2.3 Sejarah Singkat PT Adaro Energy Tbk

PT Adaro Energy Tbk (“Perusahaan”) didirikan dengan nama PT Padang Karunia, sebuah perusahaan terbatas yang didirikan di Indonesia pada tahun 2004. Pada April 18, 2008 Padang Karunia berubah nama menjadi PT Adaro Energy Tbk dalam persiapan untuk menjadi perusahaan publik. Pada bulan Juli 2008, perusahaan melakukan Penawaran Umum Saham Perdana sebanyak

11.139.331.000 lembar saham yang merupakan 34,8% dari Rp31.985.962.000,- modal saham yang ditempatkan dan disetor penuh.

PT Adaro Energy Tbk melakukan kegiatan usahanya berdasarkan Perjanjian Kerjasama Pengusahaan Pertambangan Batubara (“PKP2B”) antara PT Adaro Energy Tbk dan PT Tambang Batubara Bukit Asam (Persero) Tbk, dahulu Perusahaan Negara Tambang Batubara, tertanggal 16 November 1982. Semua hak dan kewajiban PT Tambang Batubara Bukit Asam (Persero) Tbk dalam PKP2B dialihkan kepada Pemerintah Republik Indonesia yang diwakili oleh Menteri Pertambangan dan Energi, efektif sejak 1 Juli 1997. Berdasarkan ketentuan PKP2B, PT Adaro Energy Tbk bertindak sebagai kontraktor pemerintah yang bertanggung jawab atas kegiatan penambangan batubara di area yang berlokasi di Kalimantan Selatan. PT Adaro Energy Tbk memulai periode operasi 30 tahunnya pada tanggal 1 Oktober 1992 dengan memproduksi batubara di *area of interest Paringin*. PT Adaro Energy Tbk berhak atas 86,5% batubara yang diproduksi dan 13,5% sisanya merupakan bagian Pemerintah. Sejak 1 Juli 1999, PT Adaro Energy Tbk menerapkan metode royalti kas berdasarkan penjualan sesuai dengan peraturan pemerintah untuk memenuhi jumlah produksi yang menjadi bagian Pemerintah.

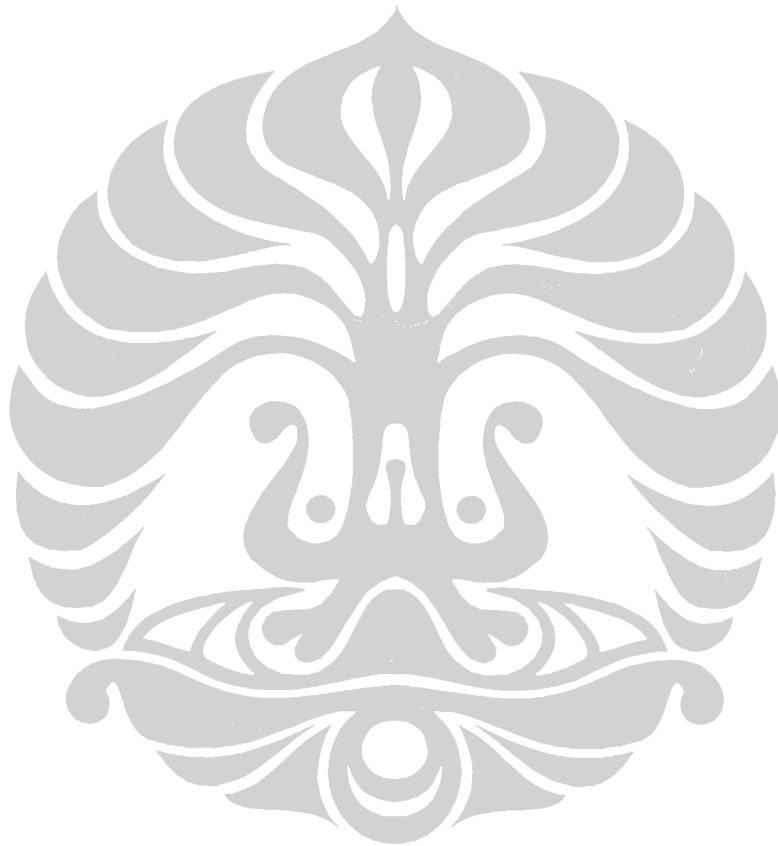
3.2.2.4 Kinerja Keuangan Perusahaan

Pada tahun 2010, perusahaan membukukan penurunan *revenue* sebesar 8,4% dari tahun sebelumnya sebesar Rp26,94 triliun pada tahun 2009 menjadi Rp24,69 triliun pada 2010. Begitu juga dengan *net profit* yang juga mengalami penurunan sebesar 49,7% dari tahun sebelumnya sebesar Rp4,37 triliun pada 2009 menjadi Rp2,2 triliun pada tahun 2010.

Harga jual rata-rata Adaro untuk tahun 2010 mengalami sedikit penurunan sebesar 3% dibandingkan dengan tahun 2009 menjadi US\$57,18 per Mt karena adanya penjadwalan kembali terhadap beberapa kontrak dengan harga tinggi sampai tahun 2011. Hal ini dilakukan karena produksi tidak mencukupi untuk memenuhi permintaan yang tinggi.

Untuk volume penjualan, perusahaan membukukan kenaikan penjualan sebesar 6 % dari tahun sebelumnya sebesar 41,4 juta Mt pada tahun 2009 menjadi

43,8 juta Mt pada tahun 2010. Sedangkan volume produksi pada tahun 2010 naik sebesar 4% dari tahun sebelumnya yang hanya 40,6 juta Mt pada tahun 2009 menjadi 42,2 juta Mt pada tahun 2010.



BAB 4

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Dalam melakukan penentuan nilai wajar suatu saham, investor perlu melakukan analisis perusahaan, baik melihat kondisi perusahaan di masa lalu, masa kini, dan juga yang terpenting melihat prospek perusahaan di masa depan. Dalam melakukan analisis ini, diperlukan analisis fundamental yang mencakup kondisi ekonomi makro baik nasional maupun internasional, analisis persaingan di dalam industri, analisis laporan keuangan perusahaan, dan analisis komponen perusahaan itu sendiri yang mencakup manajemen perusahaan, *going concern* perusahaan, dan kemampuan menghasilkan laba.

4.1 Analisis Ekonomi Makro

Dalam melakukan analisis ekonomi makro, pertama-tama diperlukan pengetahuan tentang kondisi perekonomian dunia secara keseluruhan dan setelah itu dilakukan analisis dalam lingkup nasional. Hal ini diperlukan karena secara langsung maupun tidak langsung, industri dimana perusahaan berada akan dipengaruhi oleh kondisi dunia secara keseluruhan. Kondisi makro yang *favorable* akan menjadi pendorong bagi usaha perusahaan, begitu juga sebaliknya.

Banyak sekali parameter yang dapat digunakan. Namun, dalam melakukan analisis ekonomi makro dalam lingkup nasional, akan digunakan parameter berupa pertumbuhan ekonomi nasional, tingkat inflasi Indonesia, tingkat suku bunga Indonesia, dan nilai tukar rupiah. Pada bagian akhir dari analisis ekonomi makro dalam lingkup nasional, akan dibahas mengenai proyeksi ekonomi Indonesia sampai dengan tahun 2014.

4.1.1 Kondisi Umum Perekonomian Dunia

Bersarkan laporan UNCTAD (United Nations Conference on Trade and Development), kondisi perekonomian dunia masih kurang sehat setelah beberapa negara mengalami efek samping dari krisis global yang dimulai dari Amerika Serikat dalam kasus *Subprime Mortgage* dan terjadinya perlambatan ekonomi

yang cukup besar di beberapa negara seperti Singapura, Thailand, India, dan Jepang. Kondisi perlambatan ini diperkirakan akan terus berlanjut sampai tahun 2012.

Pemulihan kondisi ekonomi dunia akan terus berjalan, menurut UNCTAD dalam laporannya yang berjudul *World Economic Situation and Prospects 2011*, World gross product (WGP) diperkirakan akan berkembang 3,1% pada 2011 dan akan terus melanjutkan perkembangannya pada tahun 2012 dengan pertumbuhan sebesar 3,5%. Sedangkan menurut IMF dalam laporannya yang berjudul *World Economic Outlook 2011*, pertumbuhan ekonomi dunia akan berkembang sebesar 2,5% di sepanjang tahun 2011-2012. Dalam jangka waktu tersebut, pertumbuhan dan perkembangan ekonomi pada negara-negara berkembang (*emerging country*) akan tetap berada pada kisaran 6,5-7%. Sedangkan pertumbuhan di negara sub sahara (Afrika) diperkirakan akan tumbuh sebesar 5,25% pada tahun 2011 dan 5,35% pada 2012, pertumbuhan ini akan melampaui seluruh negara kecuali pertumbuhan negara-negara berkembang di Asia. Ini menunjukkan kekuatan permintaan domestik yang kuat dan berkelanjutan di banyak daerah yang ekonominya sedang berkembang serta peningkatan permintaan global untuk barang-barang komoditas. Sementara itu kondisi perekonomian di wilayah Eropa masih mengalami tekanan keuangan, dimana pelaku pasar masih merasa ragu atas kedaulatan perbankan dengan segala risikonya. Hal ini juga diperparah dengan tidak adanya solusi yang komprehensif dalam memecahkan masalah tersebut.

Sejalan dengan pendapat IMF dan UNCTAD, LPEM FEUI sebagai lembaga penelitian Universitas Indonesia memperkirakan pertumbuhan ekonomi negara-negara maju diperkirakan sebesar 2,25%. Perekonomian negara-negara maju masih dihadapkan pada masalah tingginya hutang masyarakat, pengangguran, dan terkendalanya penyaluran kredit bank. Sementara itu perekonomian negara-negara berkembang diperkirakan tumbuh sebesar 6,5%, yang menunjukkan masih kuatnya pertumbuhan ekonominya. Pertumbuhan ekonomi Asia pada tahun 2011 diperkirakan sebesar 6,75%.

Rendahnya bunga bank di daerah Eropa, tingginya minat investor untuk menginvestasikan uangnya, dan terus berlanjutnya penerbitan obligasi oleh para penguasa di negara-negara yang berkembang, terus menarik investor asing untuk

masuk ke dalam negara berkembang. Hal ini akan meningkatkan risiko bagi negara-negara berkembang.

Harga komoditas dunia diperkirakan akan tetap tinggi dan inflasi akan terus meningkat di negara berkembang. Harga minyak dan komoditas non-minyak meningkat signifikan pada 2010, sebagai tanggapan terhadap permintaan global yang kuat dan tidak stabilnya pasokan untuk komoditas yang dibutuhkan masyarakat dunia dalam jumlah besar. IMF memperkirakan kenaikan harga juga disebabkan karena naiknya tekanan akibat kuatnya permintaan dan pasokan yang lamban, hal ini diperkirakan akan menaikkan harga komoditas minyak pada tahun 2011 menjadi US\$90 per barel, dan diperkirakan harga komoditas non-minyak akan meningkat 11% pada tahun 2011.

4.1.2 Lingkungan Makro Indonesia

Indonesia mampu bertahan melalui krisis keuangan global pada tahun 2009 dengan cukup baik. Pertumbuhan ekonomi mencapai 4,5%, hanya berada di belakang Cina (8%) dan India (7%). (Indonesia Economic Outlook, 2010)

Memang, beberapa lembaga-lembaga internasional sudah mulai mengelompokkan Indonesia dengan BRIC (Brazil-Rusia-India-Cina), sebuah klub dari pasar negara berkembang yang perkiraan PDB gabungannya mengungguli Amerika Serikat dan Inggris pada 2030 - proyeksi yang pertama kali diperkenalkan oleh Goldman Sachs pada tahun 2000. Bahkan baru-baru ini Indonesia digolongkan kedalam kelompok negara berkembang lapis dua, yang disebut MIST, bersama Meksiko, Turki, dan Korea Selatan. Pengelompokan ini merupakan sebuah promosi gratis untuk investasi asing agar masuk ke Indonesia.

Arus modal asing yang kuat telah memperkuat cadangan devisa Indonesia. Tahun 2010, Indonesia mencetak sejarah baru dengan cadangan US\$96,207 miliar, naik sebesar 45% dari tahun sebelumnya yang pada tahun 2009 merupakan rekor tertinggi sepanjang sejarah. Adapun data terakhir yang perkembangan moneter yang dapat dihimpun yang didapat melalui situs Bank Indonesia menunjukkan cadangan devisa Indonesia pada 31 maret 2011 mencapai US\$105,709 miliar.

Tabel 4.1 Tinjauan tentang Proyeksi Outlook Ekonomi Dunia
(Dalam persentase perubahan)

	Year over Year						Q4 over Q4		
	2009	2010	Projections		Difference from October 2010 WEO Projections		2010	Projections	
			2011	2012	2011	2012		2011	2012
World Output 1	-0.6	5.0	4.4	4.5	0.2	0.0	4.7	4.5	4.4
Advanced Economies	-3.4	3.0	2.5	2.5	0.3	-0.1	2.9	2.6	2.5
United States	-2.6	2.8	3.0	2.7	0.7	-0.3	2.7	3.2	2.7
Euro Area	-4.1	1.8	1.5	1.7	0.0	-0.1	2.1	1.2	2.0
Germany	-4.7	3.6	2.2	2.0	0.2	0.0	4.3	1.2	2.7
France	-2.5	1.6	1.6	1.8	0.0	0.0	1.7	1.5	1.9
Italy	-5.0	1.0	1.0	1.3	0.0	-0.1	1.3	1.2	1.4
Spain	-3.7	-0.2	0.6	1.5	-0.1	-0.3	0.4	0.8	1.9
Japan	-6.3	4.3	1.6	1.8	0.1	-0.2	3.3	1.4	2.4
United Kingdom	-4.9	1.7	2.0	2.3	0.0	0.0	2.9	1.5	2.6
Canada	-2.5	2.9	2.3	2.7	-0.4	0.0	2.7	2.7	2.6
Other Advanced Economies	-1.2	5.6	3.8	3.7	0.1	0.0	4.5	4.7	2.9
Newly Industrialized Asian Economies	-0.9	8.2	4.7	4.3	-0.2	-0.1	5.9	6.2	3.1
Emerging and Developing Economies 2	2.6	7.1	6.5	6.5	0.1	0.0	7.2	7.0	6.8
Central and Eastern Europe Commonwealth of Independent States	-3.6	4.2	3.6	4.0	0.5	0.2	4.3	3.5	3.9
Russia	-6.5	4.2	4.7	4.6	0.1	-0.1	3.5	4.8	4.3
Excluding Russia	-7.9	3.7	4.5	4.4	0.2	0.0	3.4	4.6	4.3
Developing Asia	-3.2	5.4	5.1	5.2	-0.1	-0.1			
China	7.0	9.3	8.4	8.4	0.0	0.0	9.1	8.6	8.4
India	9.2	10.3	9.6	9.5	0.0	0.0	9.7	9.5	9.5
ASEAN-5 3	5.7	9.7	8.4	8.0	0.0	0.0	10.3	7.9	8.0
Latin America and the Caribbean	1.7	6.7	5.5	5.7	0.1	0.1	5.1	6.4	5.2
Brazil	-1.8	5.9	4.3	4.1	0.3	-0.1	4.8	5.0	4.3
Mexico	-0.6	7.5	4.5	4.1	-0.4	0.0	5.2	5.1	4.0
Middle East and North Africa	-6.1	5.2	4.2	4.8	0.3	-0.2	3.2	5.0	4.5
Sub-Saharan Africa	1.8	3.9	4.6	4.7	-0.5	-0.1			
South Africa	2.8	5.0	5.5	5.8	0.0	0.1			
Memorandum	-1.7	2.8	3.4	3.8	-0.1	-0.1	3.6	3.4	4.1
European Union	-4.1	1.8	1.7	2.0	0.0	-0.1	2.5	1.4	2.2
World Growth Based on Market Exchange Rates	-2.1	3.9	3.5	3.6	0.2	-0.1			
World Trade Volume (goods and services)	10.7	12.0	7.1	6.8	0.1	0.2			
Imports									
Advanced Economies	-								
Emerging and Developing Economies	12.4	11.1	5.5	5.2	0.3	0.1			
	-8.0	13.8	9.3	9.2	-0.6	-0.1			

Tabel 4.1 Tinjauan tentang Proyeksi Outlook Ekonomi Dunia (lanjutan)
(Dalam persentase perubahan)

	Year over Year						Q4 over Q4		
			Projections		Difference from October 2010 WEO Projections		Estimates	Projections	
Exports									
Advanced Economies	11.9	11.4	6.2	5.8	0.2	0.3			
Emerging and Developing Economies	-7.5	12.8	9.2	8.8	0.1	0.2			
Commodity Prices (U.S. dollars)									
Oil 4	36.3	27.8	13.4	0.3	10.1	4.1			
Nonfuel (average based on world commodity export weights)	18.7	23.0	11.0	5.6	13.0	2.4			
Consumer Prices									
Advanced Economies	0.1	1.5	1.6	1.6	0.3	0.1	1.5	1.6	1.6
Emerging and Developing Economies 2	5.2	6.3	6.0	4.8	0.8	0.3	6.5	4.7	4.4
London Interbank Offered Rate (percent) 5									
On U.S. Dollar Deposits	1.1	0.6	0.7	0.9	-0.1	0.5			
On Euro Deposits	1.2	0.8	1.2	1.7	0.2	0.4			
On Japanese Yen Deposits	0.7	0.4	0.6	0.2	0.2	0.2			

Catatan: Nilai tukar riil efektif diasumsikan konstan pada tingkat yang berlaku pada November 18, 16 Desember 2010. Bobot Negara digunakan untuk membangun pertumbuhan agregat. Data kuartalan agregat musiman disesuaikan.

¹ Perkiraan dan proyeksi triwulan dihitung dari pembobotan 90 persen dari *purchasing-power-parity* dunia.

² Perkiraan kuartalan dan proyeksi dihitung untuk sekitar 78 persen dari negara berkembang.

³ Indonesia, Malaysia, Filipina, Thailand, dan Vietnam.

⁴ Rata-rata harga Intermediari Brent Inggris, Dubai, dan West Texas minyak mentah. Harga rata-rata minyak dalam dolar AS per barel adalah US\$78,93 di tahun 2010, harga diasumsikan berdasarkan pasar berjangka adalah US\$89,50 pada tahun 2011 dan US\$89,75 pada tahun 2012.

⁵ Bunga enam bulan untuk Amerika Serikat dan Jepang. Tiga bulan tarif untuk Kawasan Eropa

Sumber : IMF - 2010 World Economic Outlook - WEO

4.1.2.1 Pertumbuhan Ekonomi

Mengambil pengertian dari Wikipedia, PDB diartikan sebagai nilai keseluruhan semua barang dan jasa yang diproduksi di dalam wilayah tersebut dalam jangka waktu tertentu (biasanya per tahun). PDB hanya menghitung total produksi dari suatu negara tanpa memperhitungkan apakah produksi itu dilakukan dengan memakai faktor produksi dalam negeri atau tidak.

Berdasarkan laporan terbitan LPEM FEUI dalam Indonesia Economic Outlook 2011, membaiknya perekonomian Indonesia hingga akhir kuartal III-2010, yang didukung oleh terjaganya stabilitas di sektor keuangan, diharapkan akan terus memberi dampak positif pada perekonomian Indonesia di masa mendatang. Pada tahun 2011, perekonomian Indonesia diperkirakan akan tumbuh sekitar 6,2%-6,4%. Bahkan pertumbuhan ini diperkirakan bisa lebih tinggi lagi jika terus diikuti oleh membaiknya tingkat investasi dan terjaganya kredibilitas pemerintah di mata investor asing dan dunia usaha. Semakin membaiknya perekonomian dunia secara keseluruhan dan berlangsungnya diversifikasi pasar ekspor secara berarti ke negara-negara non-tradisional diperkirakan akan menjaga tetap baiknya kinerja ekspor Indonesia di tahun 2011 mendatang. Laporan dari LPEM FEUI ini, berdasar pada asumsi pada kondisi politik dalam negeri yang relatif stabil dan perekonomian dunia tidak kembali memburuk.

Tabel 4.2 Perkembangan Besaran Moneter
(dalam Miliar Rupiah)

No	Items	Dec-07	Dec-08	Dec-09	Dec-10
1	Uang Primer	379,582	344,688	402,118	518,447
	antara				
	Uang Kertas dan Uang	220,785	264,391	279,029	318,575
	lain :				
	Logam yang Diedarkan				
	antara				
	Saldo Giro Bank pada BI	158,452	79,648	89,903	159,106
	lain :				
2	Posisi Aktiva Luar Negeri Bersih 1)	356,883	338,692	585,913	829,318
3	Aktiva Domestik Bersih 2)	22,699	5,996	-183,794	-310,871
	antara				
	Tagihan Bersih kepada	249,069	172,012	200,956	160,777
	lain :				
	Pemerintah Pusat				
	antara				
	Bantuan Likuiditas Bank	560			
	lain :				
	Indonesia				
	antara				
	Kredit Likuiditas 3)	9,994	9,009	8,231	7,682
	lain :				
	Operasi Pasar Terbuka	-281,163	-233,866	-289,892	-417,012
	lain :				
4	Memorandum item: Cadangan Devisa (konsep IRFCL) 4) dalam juta USD	56,920	51,639	66,105	96,207

Keterangan :

1. Sejak Juni 2009 menggunakan konsep Aktiva Luar Negeri Bersih (Aset Luar Negeri dikurangi Kewajiban Luar Negeri) menggunakan kurs neraca Bank Indonesia. Sejak September 2009 Kewajiban Luar Negeri termasuk alokasi SDR.
2. Aktiva Domestik Bersih = Uang Primer - Aktiva Luar Negeri Bersih
3. Termasuk kredit dalam rangka channeling

4. Menggunakan konsep IRFCL atas dasar harga berlaku dengan format Official Reserve Asset (ORA). Konsep IRFCL hanya mencakup aset yang tergolong likuid dan penilaiannya menggunakan kurs yang berlaku pada saat akhir periode laporan.

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

4.1.2.2 Tingkat Inflasi

Secara sederhana inflasi diartikan sebagai meningkatnya harga-harga secara umum dan terus menerus. Indikator yang sering digunakan untuk mengukur tingkat inflasi adalah Indeks Harga Konsumen (IHK). Perubahan IHK dari waktu ke waktu menunjukkan pergerakan harga dari paket barang dan jasa yang dikonsumsi masyarakat. (*Bank Indonesia, 2010*)

Penyebab terjadinya inflasi dapat dikelompokkan menjadi tiga kelompok, yaitu tekanan dari sisi *supply (cost push inflation)*, dari sisi permintaan (*demand pull inflation*), dan dari ekspektasi inflasi. *Cost push inflation* disebabkan faktor-faktor seperti depresiasi nilai tukar, dampak inflasi luar negeri terutama negara-negara partner dagang, peningkatan harga-harga komoditi yang diatur pemerintah (*administered price*), dan terjadi *negative supply shocks* akibat bencana alam dan terganggunya distribusi. Faktor penyebab terjadi *demand pull inflation* adalah tingginya permintaan barang dan jasa relatif terhadap ketersediaannya. Sementara itu, faktor ekspektasi inflasi dipengaruhi oleh perilaku masyarakat dan pelaku ekonomi dalam menggunakan ekspektasi angka inflasi dalam keputusan kegiatan ekonominya (*Bank Indonesia, 2010*)

Pertumbuhan ekonomi yang berkesinambungan memerlukan adanya kestabilan inflasi. Pentingnya pengendalian inflasi didasarkan pada pertimbangan bahwa inflasi yang tinggi dan tidak stabil memberikan dampak negatif kepada kondisi sosial dan ekonomi masyarakat.

Karena pentingnya pengendalian inflasi, maka Bank Indonesia bersama pemerintah menetapkan sasaran inflasi yang ditetapkan untuk tiga tahun ke depan melalui Peraturan Menteri Keuangan (PMK). Hal ini diharapkan dapat menjadi acuan bagi pelaku usaha dan masyarakat dalam melakukan kegiatan ekonominya sehingga tingkat inflasi dapat diturunkan pada tingkat yang rendah dan stabil.

Tabel 4.3 Proyeksi Produk Domestik Bruto Menurut Sektor Ekonomi Atas Dasar Harga Konstan 2010 (%)

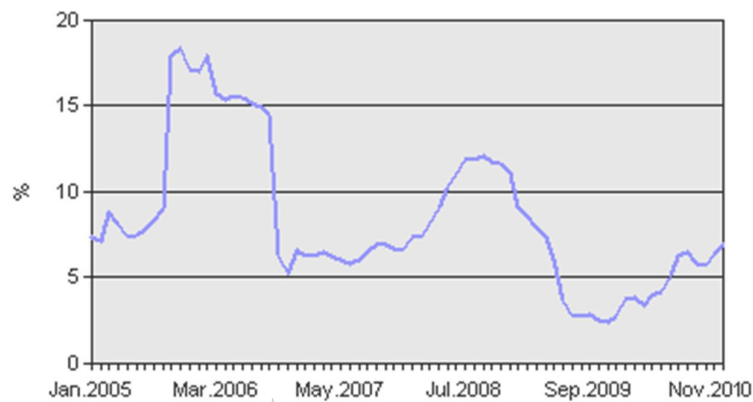
Sektor Ekonomi	2007	2008	2009	2010*)	Proyeksi LPEM	
					2010**)	2011***)
1. Pertanian, Peternakan, Kehutanan, dan Perikanan	3.5	4.7	4.2	3.0	3.0 - 3.1	3.3 - 3.5
2. Pertambangan dan Penggalian	2.0	0.5	4.5	3.4	3.3 - 3.4	3.6 - 3.8
3. Industri Pengolahan	4.7	3.7	2.1	4.0	4.2 - 4.4	4.6 - 5.0
4. Listrik, Gas, dan Air Bersih	10.4	10.9	13.8	6.4	6.5 - 6.8	6.9 - 7.1
5. Konstruksi	8.8	7.3	7.2	7.1	7.1 - 7.2	7.2 - 7.3
6. Perdagangan, Hotel, dan Restoran	8.5	7.2	1.3	9.5	9.3 - 9.5	8.6 - 9.1
7. Pengangkutan dan Komunikasi	14.4	16.7	15.4	12.4	12.3 - 12.5	12.9 - 13.0
8. Keuangan, Real estate, dan Jasa Perusahaan	8.0	8.2	5.0	5.7	5.7 - 5.9	5.7 - 5.8
9. Jasa-jasa	6.6	6.4	6.0	4.9	5.0 - 5.2	5.2 - 5.3
PRODUK DOMESTIK BRUTO	6.32	6.06	4.56	5.9	5.96 - 6.13	6.17 - 6.44

*) Semester I (year on year)

**) Revisi Proyeksi LPEM- UI

***) Proyeksi LPEM-UI

Sumber : BPS, 2010



Grafik 4.1 Inflasi (*Inflation rate*)

Sumber : Bank Indonesia, 2011

Berdasarkan PMK No.143/PMK.011/2010 sasaran inflasi yang ditetapkan oleh Berdasarkan Indonesia Economic Outlook 2011 terbitan LPEM FEUI, Tingkat inflasi tahun 2009 sebesar 2,78%, besaran ini dikontribusikan oleh turunnya harga transportasi, komunikasi, dan keuangan sebesar 3,67%. Hal lain yang membuat inflasi tahun 2009 cukup rendah adalah masih lemahnya permintaan pasar. Untuk periode 2010 – 2012, berdasarkan PMK No.143/PMK.011/2010, Pemerintah menetapkan target inflasi masing-masing sebesar 5,0%, 5,0%, dan 4,5% dengan deviasi $\pm 1\%$.

Tingkat inflasi 2010 disebabkan oleh kenaikan harga bahan makanan, makanan jadi, minuman, dan tembakau. Sebab utama kenaikan harga-harga ini adalah kenaikan harga beras yang cukup signifikan pada bulan Januari dan Februari 2010 sebagai akibat dari naiknya harga pembelian pemerintah (HPP) sebesar 10%.

Pada tahun 2011 dan 2012, Tingkat inflasi Indonesia berturut-turut diperkirakan sebesar 5,5% - 5,7% dan 4,5% - 5,5%. Besaran inflasi ini relatif lebih rendah dibandingkan dengan tahun sebelumnya, 2010. Hal ini terjadi karena pada tahun 2011 dan 2012 tekanan sisi permintaan di pasar global dan Asia diperkirakan sudah mulai reda. Di sisi lain dengan dimulainya ACFTA sejak tahun 2010, tingkat inflasi akan sedikit tertahan mengingat pasar akan semakin kompetitif dan perusahaan-perusahaan diperkirakan akan menahan diri untuk tidak menaikkan harga.

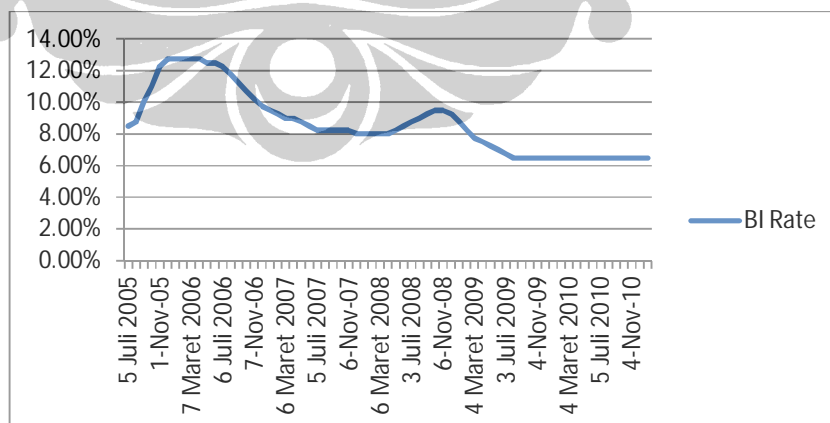
Tabel 4.4 Perbandingan Target Inflasi dan Aktual Inflasi
(Berdasarkan PMK No.143/PMK.011/2010 tanggal 24 Agustus 2010)

Tahun	Target Inflasi	Inflasi Aktual (% , yoy)
2001	4% - 6%	12,55
2002	9% - 10%	10,03
2003	9 \pm 1%	5,06
2004	5,5 \pm 1%	6,40
2005	6 \pm 1%	17,11
2006	8 \pm 1%	6,60
2007	6 \pm 1%	6,59
2008	5 \pm 1%	11,06
2009	4,5 \pm 1%	2,78
2010*	5 \pm 1%	6.96
2011*	5 \pm 1%	-
2012*	4.5 \pm 1%	-

Sumber : Bank Indonesia, 2011

4.1.2.3 Tingkat Suku Bunga

Berdasar pada Indonesia Economic Outlook 2011 terbitan LPEM FEUI, Bank Indonesia diperkirakan akan mempertahankan tingkat suku bunga acuannya pada level 6,5% mengingat level tersebut dinilai cukup dapat menjaga nilai tukar rupiah dan inflasi pada level yang ditargetkan.



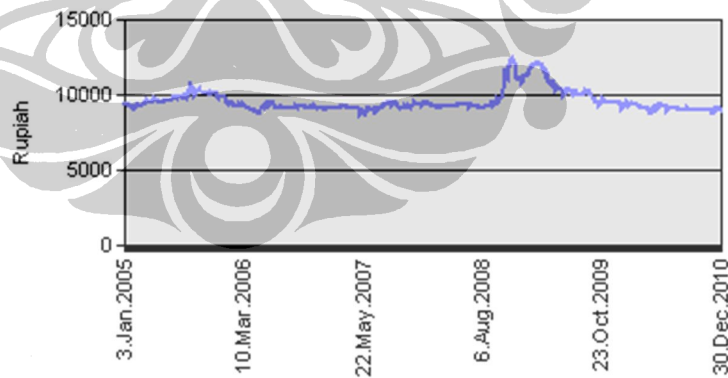
Grafik 4.2 BI rate Juli 2005 – Januari 2011

Sumber : Diolah penulis berdasarkan hasil dari Rapat Dewan Gubernur, Bank Indonesia, 2011

4.1.2.4 Nilai Tukar Rupiah

Berdasar pada Indonesia Economic Outlook 2011 terbitan LPEM FEUI, pada tahun 2011 nilai tukar rupiah terhadap USD diperkirakan akan berada pada kisaran Rp8.800 – Rp9.200 per USD. Penguatan nilai tukar rupiah lebih lanjut bisa saja terjadi mengingat aliran modal ke Indonesia diperkirakan masih akan berlangsung tahun depan.

Asumsi yang mendasari perkiraan tersebut adalah pertumbuhan ekonomi Indonesia pada tahun 2011 yang diperkirakan akan berada di posisi tertinggi ke-4 di Asia, selain itu beberapa lembaga *rating* diperkirakan juga akan menaikkan peringkat Indonesia ke level *'investment grade'*, hal ini tentunya akan berpengaruh kepada posisi Indonesia. Akan sangat menyulitkan bagi para eksportir apabila nilai rupiah dirasa terlalu kuat. Di sisi lain melemahnya nilai tukar rupiah sampai dengan level Rp9.200 per USD juga bisa terjadi mengingat penguatan nilai tukar rupiah ke level di bawah Rp9.000 per USD. Namun, agaknya tidak akan dibiarkan Pemerintah dan Bank Indonesia mengingat hal tersebut tentunya akan menyulitkan sebagian eksportir. Di samping itu penguatan nilai tukar rupiah yang disebabkan *'hot money'* juga bukan merupakan hal yang baik dan tentunya akan direspon Pemerintah dan Bank Indonesia melalui kebijakan-kebijakannya.



(Exchange Rates on Transaction)

Grafik 4.3 Kurs Transaksi Rp – USD

Sumber : Bank Indonesia, 2011

4.1.2.5 Proyeksi Ekonomi Indonesia Sampai Dengan 2014

Laporan yang dirilis Bank Indonesia yang berjudul “Outlook Ekonomi Indonesia 2009-2014” menyebutkan bahwa dalam jangka menengah perekonomian diperkirakan akan tetap bergerak dalam lintasan pertumbuhan ekonomi yang makin tinggi dengan laju inflasi yang tetap terkendali. Melihat kekuatan dan ketahanan Indonesia, dapat sangat mudah disimpulkan bahwa pendorong utama pertumbuhan ekonomi Indonesia terletak pada permintaan domestik yang kuat dan untuk masa yang akan datang diperkirakan akan terus menguat, hal inilah yang membuat pasar domestik masih menjadi primadona perekonomian. Kinerja ekspor Indonesia diperkirakan akan kembali mengalami penguatan, hal ini mengikuti tumbuh dan bangkit kembalinya perekonomian global pada tahun 2010. Pertumbuhan ekonomi pada tahun 2014 diperkirakan mencapai 6,0% - 7,0%, sementara laju inflasi sebesar 4,0% - 5,0%.

Tabel 4.5 Proyeksi Perekonomian Indonesia 2009-2014

Proyeksi	2011*	2012*	2013*	2014*
Pertumbuhan PDB (%)	5,0 - 6,0	5,4 - 6,4	5,7 - 6,7	6,0 - 7,0
- Konsumsi Masyarakat (%)	4,6 - 5,6	4,9 - 5,9	5,0 - 6,0	5,1 - 6,1
- Investasi Swasta (%)	9,3 - 10,3	9,8 - 10,8	10,3 - 11,3	10,6 - 11,6
- Konsumsi dan Investasi Pemerintah (%)	6,0 - 7,0	5,0 - 6,0	4,2 - 5,2	3,8 - 4,8
- Ekspor Barang & Jasa (%)	9,2 - 10,2	9,8 - 10,8	10,2 - 11,2	10,5 - 11,5
- Impor Barang & Jasa (%)	9,6 - 10,6	10,2 - 11,2	10,4 - 11,4	10,5 - 11,5
Inflasi (%)	5,1 - 6,1	4,5 - 5,5	4,4 - 5,4	4,0 - 5,0

Keterangan : *Proyeksi Bank Indonesia Januari 2009

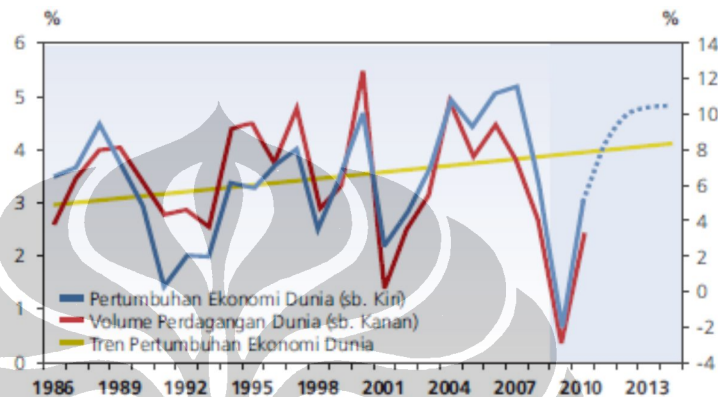
Sumber : Outlook Ekonomi Indonesia 2009 – 2014

Target pencapaian tersebut didukung dengan asumsi yang kuat baik kondisi perekonomian domestik maupun segala komponennya yang meliputi keberhasilan implementasi kebijakan pemerintah jangka pendek. Keberhasilan ini akan memulihkan kepercayaan masyarakat dengan cepat dan dapat menjadi pijakan yang kuat sebagai dasar penentuan kebijakan pemerintah lainnya yang memiliki jangka waktu yang lebih panjang yang dapat digunakan untuk mendorong pertumbuhan ekonomi ke arah yang lebih baik.

Asumsi-asumsi yang mendasari proyeksi perekonomian Indonesia tersebut terdiri dari asumsi global dan asumsi domestik. Asumsi global terdiri dari :

1. Pertumbuhan Ekonomi Dunia

Prospek perekonomian global masih diliputi dengan ketidakpastian. Prospek pertumbuhan ekonomi global dalam jangka menengah selanjutnya akan sangat ditentukan oleh keberhasilan upaya pemulihan ekonomi dalam jangka pendek.

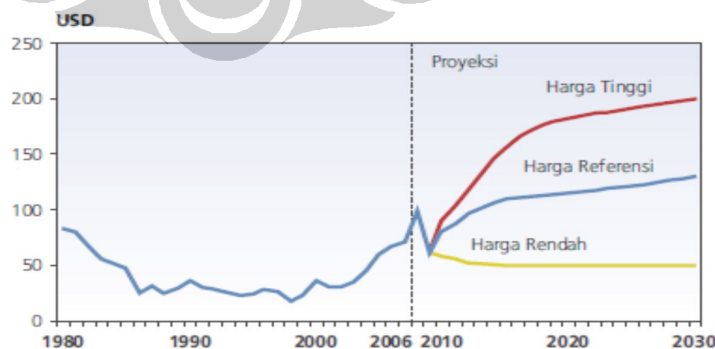


Grafik 4.4 Proyeksi Pertumbuhan Ekonomi dan Volume Perdagangan Dunia

Sumber: WEO, Oktober 2008

2. Inflasi Dunia

Potensi tekanan inflasi ke depan diperkirakan akan berkurang sejalan dengan tren penurunan harga komoditas dunia. Namun, Energy Information Administration (EIA) memperkirakan harga minyak kembali meningkat ke kisaran USD 80 per barel pada tahun 2010 dan mencapai USD 130 per barel pada 2030.



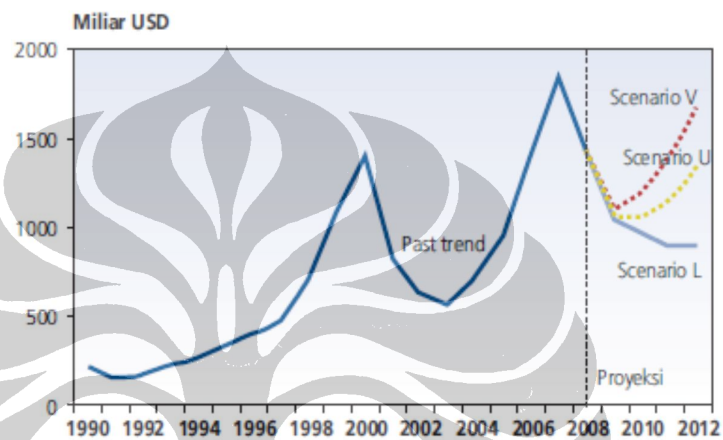
Grafik 4.5 Perkembangan dan Proyeksi Harga Minyak Dunia

Sumber: Energy Information Administration (EIA), 2009

3. Respon Kebijakan Global

Sejalan dengan perkiraan mulai pulihnya perekonomian global pada tahun 2010, suku bunga di berbagai negara diperkirakan akan mengalami peningkatan, sebagai respons dari tekanan inflasi yang mulai muncul. Selain melalui pelonggaran kebijakan moneter, upaya pemulihan kondisi ekonomi melalui stimulasi fiskal juga akan terus berlangsung di berbagai negara.

4. Aliran *Foreign Direct Investment* (FDI) Global



Grafik 4.6 Skenario Perbaikan Aliran FDI

Sumber: UNCTAD, 2009

Perbaikan aliran FDI yang lamban ini dipicu oleh terbatasnya nilai *cross-border* merger dan akuisisi yang disebabkan masih rendahnya harga saham dan lambatnya proses internasionalisasi perusahaan (skenario U atau *baseline*). Sementara itu, dengan perkiraan yang lebih optimis, aliran FDI global dapat membaik dengan cepat pada akhir tahun 2009 yang didorong oleh berakhirnya resesi di semester II-2009. Perbaikan ekonomi tersebut mendorong pulihnya kepercayaan investor yang disertai dengan tidak adanya proteksionisme dan restrukturisasi industri yang memicu timbulnya merger dan akuisisi (skenario V). Namun demikian, jika resesi global berlangsung lebih lama dan menimbulkan dampak yang lebih buruk dari yang diperkirakan yang disertai dengan meningkatnya proteksionisme dan sikap perusahaan yang masih berhati-hati dalam berinvestasi, terutama yang bertujuan membiayai ekspansi ke dunia internasional, maka proses perbaikan aliran FDI global belum pulih sebelum tahun 2012 (skenario L atau pesimis).

Untuk asumsi domestik yang yang mendasari proyeksi perekonomian Indonesia adalah :

1. Kebijakan fiskal

Dalam rangka menjaga kesinambungan fiskal, defisit fiskal dalam beberapa tahun ke depan ini diperkirakan akan berangsur-angsur berkurang. Asumsi ini konsisten dengan arah kebijakan fiskal seperti tertuang dalam Kerangka APBN Jangka Menengah-APBN 2009, yang mengedepankan tercapainya sustainabilitas fiskal.

2. Aliran masuk FDI

Peluang Indonesia untuk menikmati aliran masuk FDI masih cukup besar. Berdasarkan World Investment Prospects Survey (WIPS) 2008-2010, kawasan Asia Timur, Asia Selatan, dan Asia Tenggara masih menjadi kawasan paling menarik untuk penempatan FDI.

3. Reformasi struktural dan peningkatan kapasitas kelembagaan

Pemerintah secara konsisten akan terus menjalankan serangkaian kebijakan dalam rangka reformasi struktural dan peningkatan kapasitas kelembagaan. Keberhasilan implementasi dari serangkaian kebijakan ini diharapkan akan memperbaiki iklim investasi secara signifikan. Perbaikan iklim investasi ini meliputi :

1. Perbaikan infrastruktur, termasuk di dalamnya adalah fasilitas jalan, pelabuhan, dan kecukupan energi
2. Penyederhanaan izin usaha dan pertanahan
3. Kelancaran arus barang dan kepabeanaan
4. Perpajakan

Perbaikan iklim investasi ini akan menciptakan iklim yang kondusif bagi kegiatan investasi maupun masuknya FDI ke Indonesia.

4.2 Analisa Industri

PT Bukit Asam Tbk, (Persero) (PTBA) dan PT Adaro Energy Tbk, (ADRO) adalah perusahaan yang bergerak di industri pertambangan batubara. Maka dalam pembahasan analisa industri batubara ini, pertama akan dijabarkan tentang batubara, termasuk klasifikasi penggunaan batubara, klasifikasinya,

industri batubara dunia dan juga industri batubara Indonesia. Selanjutnya akan dijabarkan tentang analisis siklus bisnis batubara. Pada bagian terakhir akan dijelaskan mengenai persaingan antar perusahaan dalam industri batubara di Indonesia menggunakan *Five Forces Porter*.

4.2.1 Batubara

Mengambil pengertian dari Worldcoal, sebuah asosiasi industri global, batubara merupakan bahan bakar fosil dan awalnya merupakan sisa-sisa vegetasi prasejarah yang terakumulasi di rawa-rawa dan rawa gambut. Pembentukan Batubara dimulai pada periode karbon, yang dikenal sebagai zaman batubara pertama, yang berlangsung 360 juta – 290 juta tahun yang lalu. Bersama lumpur dan sedimen lain dan beriringan dengan gerakan dalam kerak bumi, yang dikenal sebagai gerakan tektonik, membuat rawa dan rawa gambut berada pada kedalaman tertentu. Dengan kondisi tersebut, suhu tinggi dan tekanan menyebabkan perubahan fisik dan kimia dan mengubahnya menjadi gambut dan kemudian menjadi batubara. Batubara dapat ditemukan dekat permukaan tanah (*opencast*) atau di dalam tanah (*deep mining*). Kualitas dari setiap endapan batubara ditentukan oleh:

- Berbagai jenis vegetasi dari mana batubara berasal
- Kedalaman penguburan
- Suhu dan tekanan di kedalaman tersebut
- Jangka waktu batubara terbentuk

Cadangan batubara dunia sangat berlimpah. Menurut Worldcoal, Diperkirakan ada lebih dari 847 miliar Mt cadangan batubara terbukti di seluruh dunia. Ini berarti bahwa ada cukup batubara untuk sekitar 119 tahun kedepan pada tingkat produksi saat ini. Sebaliknya, minyak dan cadangan gas setara dengan sekitar 46 tahun dan 63 tahun secara berturut-turut pada tingkat produksi saat ini. Menurut BP Statistical Review of World Energy 2009, cadangan terbukti batubara global diperkirakan 826 miliar Mt yang merupakan kurang lebih 122 tahun produksi di tingkat pertambangan saat ini. Cadangan batubara dengan proporsi

besar tersebar di seluruh dunia yaitu di Amerika Serikat, Rusia, Afrika Selatan, Australia, Cina, India dan Indonesia.

4.2.1.1 Klasifikasi Batubara dan Penggunaannya

Batubara merupakan sumber daya alam yang secara luas yang ditambang di banyak daerah di seluruh dunia. Batubara telah memainkan peranan penting di seluruh dunia. Penggunaan yang paling signifikan di pembangkit listrik, produksi baja, manufaktur semen, dan sebagai bahan bakar cair. Sekitar 5,9 miliar Mt batubara keras (*hard coal*) yang digunakan tahun lalu di seluruh dunia dan 909 juta Mt batubara coklat (*brown coal*). Sejak tahun 2000, konsumsi batubara global telah tumbuh lebih cepat daripada bahan bakar lainnya.

Wikipedia menyebutkan bahwa pengelompokan batubara didasarkan antara lain pada tingkat proses pembentukannya yang dikontrol oleh tekanan, panas dan waktu. Berdasarkan karakteristik diatas, terdapat beberapa jenis batubara, yakni:

- Antrasit. Merupakan kelas batu bara tertinggi, dengan warna hitam berkilauan (luster) metalik, mengandung antara 86% - 98% unsur karbon (C) dengan kadar air kurang dari 8%.
- Bituminus. Jenis ini mengandung 68 - 86% unsur karbon (C) dan berkadar air 8-10% dari beratnya. Kelas batu bara yang paling banyak ditambang di Australia.
- Sub-bituminus. Mengandung sedikit karbon dan banyak air, dan oleh karenanya menjadi sumber panas yang kurang efisien dibandingkan dengan bituminus.
- Lignit. Disebut juga batu bara coklat adalah batu bara yang sangat lunak yang mengandung air 35-75% dari beratnya.
- Gambut, berpori dan memiliki kadar air di atas 75% serta nilai kalori yang paling rendah.

Batubara memiliki kegunaan yang berbeda dan umumnya dibagi menjadi dua segmen: batubara thermal dan batubara kokas. *Steam coal*, yang juga dikenal sebagai batubara thermal, umumnya digunakan dalam pembangkit listrik melalui proses pembakaran yang menghasilkan uap untuk listrik dan panas. *Coking coal*,

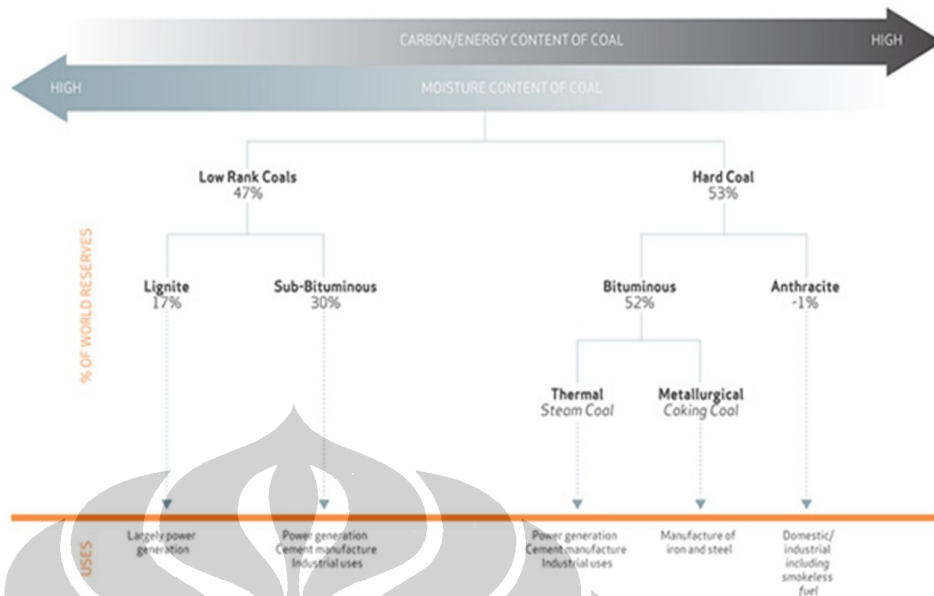
yang juga dikenal sebagai batubara metalurgi, terutama digunakan dalam produksi besi dan baja, sekitar 64% dari produksi baja di seluruh dunia berasal dari besi yang dibuat di tanur tiup yang menggunakan batubara.

Penggunaan penting lainnya termasuk digunakan untuk kilang alumina, pabrik kertas dan kimia dan industri farmasi. Beberapa produk kimia dapat dihasilkan dari produk sampingan dari batubara. Tar batubara dimurnikan digunakan dalam pembuatan bahan kimia, seperti minyak kreosot, naftalena, fenol, dan benzena. Gas Amonia yang dihasilkan dari oven kokas digunakan untuk pembuatan garam amoniak, asam nitrat dan pupuk pertanian. Ribuan produk dihasilkan dari batubara atau produk sampingan batubara yang merupakan komponennya, seperti sabun, aspirin, pelarut, pewarna, plastik dan serat, seperti rayon dan nylon. Batubara juga merupakan unsur penting dalam produksi produk spesialis, seperti karbon aktif, serat karbon, dan silikon logam.

Keuntungan penggunaan batubara lainnya adalah batubara memiliki cadangan yang signifikan relatif terhadap konsumsi global saat ini, pasokan relatif stabil dari berbagai lokasi geografis, penyimpanan mudah dan aman, dan kemudahan transportasi.

Menurut World Coal Association, batubara akan terus memainkan peran penting dalam pembangkit listrik di seluruh dunia. Masih menurut World Coal Association, pada tahun 2002, 39% dari listrik dunia dihasilkan dari batubara, persentase ini diharapkan tetap luas konstan selama tiga dekade berikutnya. Masih menurut World Coal Institute, total kebutuhan batubara di Asia diperkirakan akan tumbuh lebih cepat dibandingkan di negara maju dengan Cina diharapkan dapat memberikan kontribusi 49% dari peningkatan permintaan dunia batubara 2002-2030.

Kelima pengguna batubara terbesar yaitu Cina, Amerika Serikat, India, Jepang dan Afrika Selatan yang mewakili 82% dari total penggunaan batubara dunia.

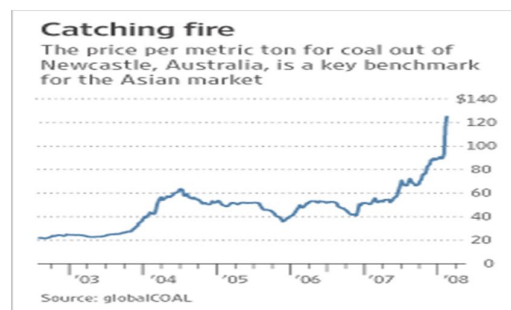


Gambar 4.1 Klasifikasi Batubara dan Penggunaannya

Sumber : World Coal Association, 2011

4.2.1.2 Perkembangan Harga Batubara

Selama 8 tahun terakhir yakni 2000 hingga 2008 terjadi perkembangan yang nyata dalam industri batubara dunia. Menurut Martin Bloemendal dari Energy Edge Ltd dalam acara yang bertajuk 'Reconfiguration of End-User Strategies in a Changing World' pada hari ke 2 Coaltrans Asia ke 15 di Bali, produksi batubara naik 70%, pengapalan batubara naik 60%, biaya *Freight On Board* (FOB) naik 30% dan thermal coal price naik 135%. Secara keseluruhan, harga batubara dari tahun 2000 hingga 2008 mengalami kenaikan sekitar 400%. (ESDM, 2009)



Grafik 4.7 Perkembangan Harga Batubara Thermal

Sumber : Global Coal, 2009

4.2.1.3 Industri Batubara Dunia

Cadangan batubara dunia tersebar luas di sekitar 70 negara. Cadangan terbesar berada di Amerika Serikat, Rusia, Cina dan India.

Tabel 4.6 Top Exportir Batubara

Exports of Coal by Country and Year (Million Short Mt)			
NO	COUNTRY	2009	SHARE (%)
1	Australia	288.5	26.5
2	Indonesia	261.4	24
3	Russia	130.9	12
4	Colombia	75.7	6.9
5	South Africa	73.8	6.8
6	USA	60.4	5.5
7	China	38.4	3.5
8	Canada	31.9	2.9

Sumber:

- World Steam Coal Flows
- World Coal Flows by Importing and Exporting Regions
- IEA (International Energy Agency)

Tabel 4.7 Top Importir Batubara

Top Coal Importers (2009e)			
	Total of which	Steam	Coking
Japan	165Mt	113Mt	52Mt
PR China	137Mt	102Mt	35Mt
South Korea	103Mt	82Mt	21Mt
India	67Mt	44Mt	23Mt
Chinese Tapei	60Mt	57Mt	3Mt
Germany	38Mt	32Mt	6Mt
UK	38Mt	33Mt	5Mt

Sumber : Dewan Energi Nasional, 2011

Australia adalah eksportir batubara terbesar di dunia. Australia melakukan ekspor lebih 288 juta Mt batubara keras (hard coal) pada tahun 2009. Walaupun perdagangan internasional batubara kokas terbatas, Australia mampu menjadi pemasok terbesar batubara kokas yang mencakup 54% dari ekspor dunia. Indonesia menempati urutan kedua setelah Australia dalam hal pengeksportir batubara terbesar. Berdasarkan data IEA, di tahun 2009 Indonesia mengeksportir

batubara sebesar 261,4 juta Mt. Selain Australia dan Indonesia terdapat sejumlah negara lain yang juga menempati posisi dalam Top Coal Exporters list, yaitu Rusia (130,9 juta Mt), Kolombia (75,7 juta Mt), Afrika Selatan (73,8 juta Mt), Amerika Serikat (60,4 juta Mt), Cina (38,4 juta Mt), dan Kanada (31,9 juta Mt).

4.2.1.4 Industri Batubara Indonesia

Pada tabel 4.3 terlihat bahwa sektor pertambangan merupakan sektor yang tumbuh paling rendah, terutama sejak tahun 2001 hingga tahun 2008 diantara kesembilan sektor dalam Produk Domestik Bruto (PDB). Tren penurunan produksi minyak dan gas bumi menjadi faktor utama melambannya peningkatan produksi di sektor pertambangan secara keseluruhan. Penurunan laju produksi pada sektor pertambangan ini sekaligus memberi kontribusi yang cukup besar dalam pelemahan pertumbuhan ekonomi secara keseluruhan. Hal ini terjadi karena peranan sektor pertambangan dalam PDB yang cukup signifikan, yaitu sebesar 11% lebih tinggi dari peranan sektor keuangan dan sektor transportasi dan komunikasi yang masing-masing sebesar 7% dan 6,2%.

Meningkatnya produksi batubara dalam negeri secara signifikan mulai kuartal IV-2008 bersamaan dengan peningkatan harga batubara di pasar internasional, telah menjadi pemicu pertumbuhan sektor pertambangan disaat produksi minyak dan gas bumi mengalami kontraksi. Hal ini menyebabkan sektor pertambangan meningkat pesat semenjak kuartal III-2009, seiring dengan lonjakan pertumbuhan pada sektor pertambangan lain bukan migas yang sejak kuartal III-2009 hingga kuartal II-2010 mengalami peningkatan pertumbuhan rata-rata sebesar 10,2%, tetapi dengan kecenderungan yang menurun. Kecenderungan pertumbuhan yang menurun ini diperkirakan akan terus berlanjut mengingat industri batubara merupakan industri yang padat modal sehingga membutuhkan investasi yang relatif mahal.

Berdasarkan data empiris dan kondisi di lapangan, diperkirakan pada tahun 2011 secara keseluruhan sektor pertambangan akan mengalami pertumbuhan yang relatif lebih tinggi dari tahun-tahun sebelumnya, yaitu berkisar 3,6% - 3,8%.

4.2.1.4.1 Pasokan Batubara

Kebutuhan batubara dunia saat ini ternyata meningkat sangat cepat, antara lain dipicu oleh *booming* harga dan semakin banyaknya pembangunan PLTU di luar negeri yang menggunakan bahan bakar batubara serta kran ekspor China ditutup. Hal ini yang dapat mengantarkan Indonesia sebagai pemasok (eksportir) terbesar pada tahun ini menyaingi Australia dan Afrika Selatan.

4.2.1.4.2 Permintaan Batubara

Pada masa mendatang, produksi batubara Indonesia diperkirakan akan terus meningkat, tidak hanya untuk memenuhi kebutuhan dalam negeri (domestik), tetapi juga untuk memenuhi permintaan luar negeri (ekspor). Hal ini mengingat sumber daya batubara Indonesia yang masih melimpah. Di lain pihak harga BBM yang tetap tinggi, menekan industri untuk beralih dari bahan bakar minyak ke batubara. Berdasarkan pernyataan Menteri Energi Indonesia & Sumber Daya Mineral, produksi batubara thermal di Indonesia tumbuh dari 113 juta Mt pada tahun 2003 sampai 189 juta Mt pada tahun 2008 atau pada tingkat pertumbuhan tahunan 10,9%. Dari jumlah tersebut, sekitar 75% di antaranya dijual ke pasar seaborne batubara thermal.

4.2.1.4.3 Posisi Indonesia dalam Industri Batubara

Perkiraan produksi batubara Indonesia menurut Direktur Eksekutif Asosiasi Pertambangan Batubara Indonesia (APBI), Supriatna Suhala, diprediksi bakal mencapai 340 juta Mt pada 2011. Hal ini didasarkan pada permintaan ekspor yang masih akan terus meningkat, juga semakin membaiknya perekonomian di negara-negara maju. Selain itu, permintaan di dalam negeri yang juga akan semakin tinggi.

Konsumsi batubara di Indonesia juga mengalami peningkatan dalam beberapa tahun terakhir. Peningkatan jumlah konsumsi tersebut disebabkan karena meningkatnya permintaan batubara sebagai sumber energi terutama untuk pembangkit listrik, baik di dalam negeri maupun di negara-negara importir. Asosiasi Semen Indonesia memperkirakan penggunaan batubara akan naik 1,5 kali lipat menjadi 10,9 juta Mt pada 2011.

Ekspor batubara Indonesia diperkirakan akan terus tumbuh, meskipun dengan tingkat pertumbuhan yang lebih rendah dari tahun-tahun sebelumnya. Dalam lima tahun terakhir, ekspor batubara Indonesia naik dari 129 juta Mt (2005) menjadi 220 juta Mt (2009). Menurut Direktur Eksekutif Asosiasi Pertambangan Batubara Indonesia (APBI), Supriatna Suhala, di tahun 2011 kemungkinan 20-25% produksi atau sekitar 80 juta Mt akan diserap konsumen dalam negeri. Sedangkan tiga perempatnya atau sekitar 250-260 juta Mt, akan terserap ke pasar ekspor. Namun demikian Indonesia akan dihadapkan dengan masalah biaya pengiriman yang lebih tinggi. Dominasi batubara berkualitas rendah tidak terlepas dari Cina dan India sebagai pasar utama batubara Indonesia, yang memang membutuhkan batubara berkualitas rendah untuk pembangkit listrik baru mereka.

Dalam industri batubara dunia, Indonesia akan memiliki peran yang semakin penting dari tahun ke tahun baik sebagai produsen maupun sebagai eksportir. Pada tahun 2009, Indonesia berada di posisi ketujuh terbesar produsen batubara dunia dengan kontribusi 4,2% dan di posisi kedua terbesar sebagai eksportir batubara dengan total volume ekspor 220 juta Mt.

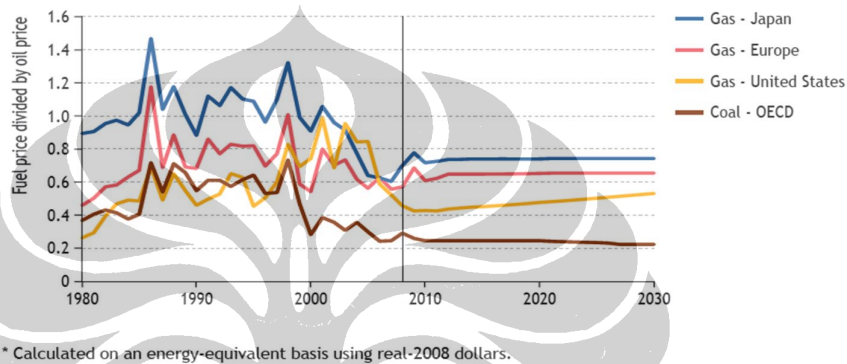
4.2.2. Analisis Siklus Bisnis (*Business Life Cycle Analysis*) dan Hidup

Industri (*Industry Life Cycle Analysis*)

Penggunaan batubara dimasa depan akan semakin populer, karena harganya yang relatif lebih murah dibandingkan dengan sumber energi lainnya. Dibangunnya industri-industri yang memerlukan penggunaan batubara, terutama pembangkit listrik, semakin marak di tiap negara yang pastinya akan mendukung perkembangan industri batubara baik di dunia dan di tanah air, ini disebabkan karena Indonesia merupakan pemasok batubara terbesar kedua di dunia.

Data yang penulis dapat dari ESDM, menunjukkan peningkatan produksi dan juga peningkatan penjualan dalam negeri maupun luar negeri (Grafik 4.10). Hal ini juga ditunjukkan oleh BP Energy Outlook yang diterbitkan pada Januari 2011, yang menunjukkan peningkatan kebutuhan dunia, terutama emerging market di asia, dan peningkatan produksi batubara dunia. Perkiraan konsumsi diperkirakan akan meningkat sebesar 126% pada tahun 2030, begitu juga dengan

perkiraan produksi pada tahun 2030 akan meningkat sebesar 127% dihitung dari tahun 2011. Untuk perkiraan konsumsi batubara sampai dengan tahun 2015 diperkirakan akan tumbuh sebesar rata-rata 2,84% per tahun, sedangkan perkiraan produksi akan tumbuh dengan rata-rata 2,87% per tahun. Namun, dalam BP Energy Outlook juga disebutkan bahwa pertumbuhan industri batubara akan semakin melambat setelah tahun 2015. Pertumbuhan rata-rata produksi dan konsumsi sampai dengan tahun 2030 adalah sebesar 0.06% per tahun.

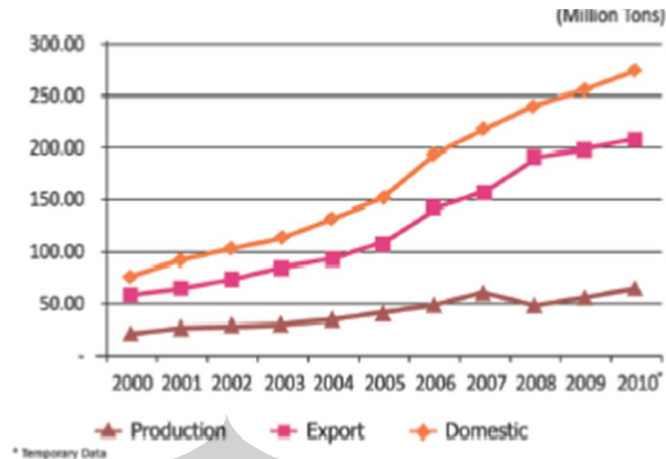


Grafik 4.8 Rasio Harga Gas Alam dan Batubara Terhadap Harga Minyak Mentah

Sumber: WEO 2009, hal 67

Lain halnya dengan data yang di terbitkan oleh International Energy Agency (IEA) yang memperkirakan permintaan batubara hingga tahun 2015 sebesar 2,6% per tahun dan akan melambat pada setelah tahun 2015 dengan rata-rata 1,7% per tahun. Sedangkan pemerintah Indonesia menargetkan pertumbuhan Batubara Indonesia setelah tahun 2015 diperkirakan akan tumbuh sebesar 10,7% per tahun.

Terus meningkatnya kebutuhan batubara di masa depan sejalan dengan kondisi ekonomi makro yang diperkirakan terus membaik, hal ini menyimpulkan bahwa industri batubara sedang dalam tahap pertumbuhan. Hal ini didukung oleh berbagai survey dan juga prediksi perekonomian dunia yang diperkirakan akan semakin membaik.



Grafik 4.9 Produksi dan Penjualan Domestik dan Ekspor Indonesia

Sumber: WEO, 2009

4.2.3 Kekuatan Persaingan Industri Batubara Indonesia

4.2.3.1 Persaingan Antar Perusahaan dalam Industri

Persaingan antar perusahaan batubara di Indonesia saat ini termasuk dalam tahap sedang, tidak adanya persaingan yang berarti disebabkan telah adanya wilayah pertambangan bagi masing-masing perusahaan.

Pada tahun 2009, peraturan kontrak kerja jangka panjang dibawah undang-undang nomor 11 tahun 1967 digantikan oleh undang-undang nomor 4 tahun 2009, atau disebut juga Undang-Undang Pertambangan atau Hukum Pertambangan. Hukum Pertambangan menerapkan sistem wilayah baru berdasarkan perizinan dan menerapkan prosedur tender transparan untuk pemberian lisensi. Dalam Hukum Pertambangan disebutkan bahwa pemerintah nasional dan lokal akan memainkan peran penting dalam industri pertambangan dengan menyiapkan kebijakan pertambangan nasional, standar, pedoman, dan kriteria serta menentukan prosedur otorisasi pertambangan. Berdasarkan Hukum Pertambangan, pemerintah pusat dapat menentukan daerah yang dapat ditambang. Dengan mekanisme ini, diharapkan bahwa Pemerintah Pusat akan dapat memiliki kontrol atas penentuan daerah terbuka untuk pertambangan, dan ini memungkinkan mengurangi kasus konsesi pertambangan yang tumpang tindih dengan wilayah yang telah disediakan untuk keperluan lain, seperti dengan kehutanan.

Tabel 4.8 Produsen Batubara Terbesar di Indonesia, Tahun 2010

(dalam Mt)

Perusahaan	Produksi (Mt)	Produksi nasional (%)
Kaltim Prima Coal, PT	29,792,851.00	19%
Adaro Indonesia, PT	21,278,295.00	14%
Arutmin Indonesia, PT	17,002,411.00	11%
Kideco Jaya Agung, PT	16,845,364.00	11%
Berau Coal, PT	11,289,504.00	7%
Indominco Mandiri, PT	9,573,656.00	6%
Prov. Kalimantan Timur	8,680,141.92	6%
Bukit Asam	5,783,393.00	4%
Trubaindo Coal Mining, PT	3,815,102.00	2%
Gunung Bayan Pratamacoal, PT	3,001,645.77	2%
Perusahaan lainnya	29,567,565.56	19%
Total	156,629,929.25	100%

Sumber : Diolah penulis dari ESDM, 2011

4.2.3.2 Ancaman Pendetang Baru

Batubara merupakan sumber energi yang tergolong baru, tetapi karena efisiensinya saat ini batubara menjadi sumber energi primadona karena dapat menghemat biaya sampai dengan 73% dibandingkan dengan menggunakan minyak bumi. Dari data sementara ESDM yang berjudul 'Indonesia Energy Statistic 2010', sumber batubara Indonesia diperkirakan mencapai 105 miliar Mt yang terdiri dari cadangan batubara sebesar 22 miliar Mt dan sumber potensial diperkirakan mencapai 85 miliar Mt.

Dari sisi keuangan, *margin* industri batubara di Indonesia mencapai 22%, ini merupakan kinerja yang sangat baik. Menurut Direktur Eksekutif Asosiasi Perusahaan Batubara Indonesia (APBI) Supriatna Suhala, *Net Profit Margin*

(NPM) industri batubara Indonesia sebesar 22,5% tahun 2006, 29,2% tahun 2007 dan tahun 2008 sebesar 22,8%. Indikator kinerja lainnya adalah *EBITDA Margin* sebesar 41,2% tahun 2006, 48,6% tahun 2007 dan 38,7% tahun 2008. Untuk *Return on Capital Employed (ROCE)* sebesar 26,0% tahun 2006, 40,6% tahun 2007 dan 24,1% tahun 2008. *Return on Shareholders fund* sebesar 39,4% tahun 2006, 63,7% tahun 2007 dan 39,0% tahun 2008. Sedang *Net Debt to Equity Ratio* sebesar 46,5% tahun 2006, 23,9% tahun 2007 dan tahun 2008 sebesar 27,8% (ESDM, 2009).

Dengan sumber daya yang sangat banyak yang belum diolah dan baiknya kinerja industri yang ditunjukkan dengan margin industri yang besar, secara otomatis akan mengundang banyak pemain baru di masa yang akan datang di dalam industri yang menggiurkan ini..

Dalam industri pertambangan global batubara, pertumbuhan pemain dalam pertambangan batubara juga semakin banyak. Regulasi pemerintah mengenai undang-undang pertambangan yang tercatat dalam Undang-Undang No. 4 Tahun 2009 juga memberikan kemudahan dalam mendirikan perusahaan batubara. Dalam hukum pertambangan, pengelompokan lisensi usaha pertambangan dikelompokkan menjadi tiga kategori:

1. Izin Usaha Pertambangan (IUP)
2. Izin Usaha Pertambangan Khusus (IUPK)
3. Izin Pertambangan Rakyat (IPR)

Perbedaan dengan undang-undang sebelumnya adalah tidak adanya batasan oleh orang Indonesia saja, yang sebelumnya berupa Kuasa Penambangan (KP). Undang-undang ini memberikan ketentuan bahwa lisensi penambangan dapat dimiliki oleh baik orang Indonesia sendiri maupun orang asing. Untuk itu dalam perkembangannya ke depan diperkirakan ancaman pendatang baru akan semakin besar.

4.2.3.3 Kekuatan Tawar-Menawar Pembeli

Harga batubara juga mengacu kepada harga internasional yang menjadi acuan pembeli dalam melakukan penawaran dan pembelian batubara. Namun didalamnya terdapat juga perdagangan besar yang rata-rata sudah terikat kontrak

jangka panjang antara penjual dan pembeli batubara. Jika sudah terikat kontrak, maka kekuatan tawar-menawar pembeli menjadi rendah. Terkecuali apabila dilakukan hanya dalam jangka pendek, yang dapat dilakukan di pasar spot, dengan begitu kekuatan tawar-menawar pembeli akan menjadi lebih besar. Hal lain adalah dilakukannya pembelian oleh pemerintah, dalam hal ini kekuatan tawar-menawar pembeli akan menjadi rendah dikarenakan untuk mematuhi kebijakan pemerintah dalam memenuhi kebutuhan energi nasional.

4.2.3.4 Kekuatan Tawar-Menawar Penjual

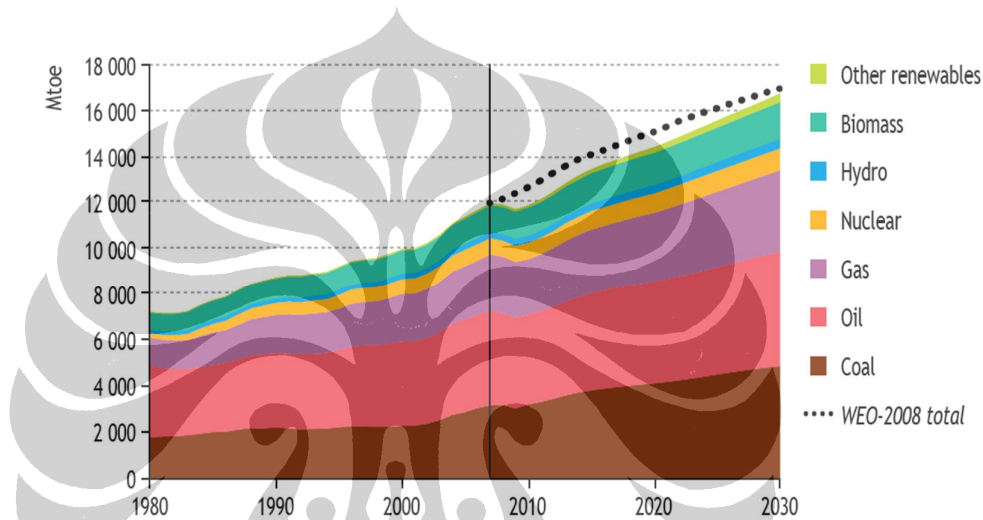
Menurut Direktur Eksekutif Asosiasi Pertambangan Batubara Indonesia, Soedjoko Tirtosoekotjo, salah satu cara yang bisa dilakukan dalam menjalankan bisnis batubara adalah dengan memperoleh konsesi dengan mengajukan izin penyelidikan umum, eksplorasi, hingga eksploitasi. Dalam hal ini pemberi izin penambangan batubara adalah pemerintah, dengan begitu pemerintah dapat diposisikan sebagai penjual. Kebijakan pemerintah Indonesia dinilai cukup moderat, hal ini dapat dilihat dari banyaknya daerah yang menginginkan adanya investor baik dalam negeri maupun luar negeri untuk datang dan mengolah hasil tambang di daerahnya masing-masing. Ini disebabkan banyaknya pemerintah daerah yang dengan cepat ingin mengentaskan kemiskinan melalui peningkatan pendapatan, memperluas lapangan kerja, dan memperkokoh perekonomian daerah melalui pengolahan hasil tambang yang dimiliki. Dapat ditarik kesimpulan bahwa kekuatan tawar-menawar penjual dikategorikan berada pada tingkat sedang.

4.2.3.5 Ancaman Produk Substitusi

Batubara merupakan komoditas sumber energi paling murah diantara sumber energi lainnya seperti minyak bumi, biofuel, gas alam, gas alam cair, coal bedmethane, nuklir, ataupun energi terbarukan seperti energi matahari dan angin. Saat ini batubara memiliki pangsa pasar energi dunia sebesar 27% dari total permintaan akan energi, menduduki peringkat kedua setelah minyak bumi, dan angka ini diperkirakan akan cukup konstan sampai tahun 2030 dengan perkiraan permintaan akan batubara mencapai 29% dari total permintaan energi dunia. Lain halnya dengan permintaan minyak bumi yang turun dari 34% dari total

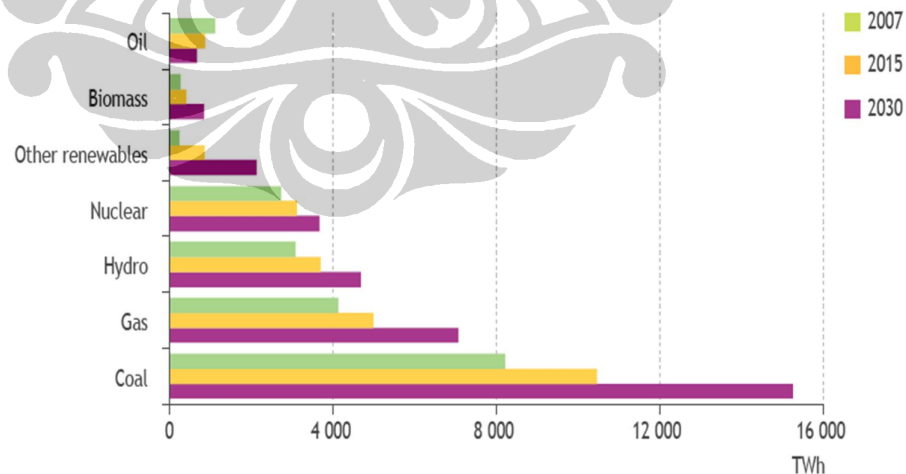
permintaan energi menjadi hanya 30%. Batubara diperkirakan akan tetap menjadi komoditas energi kedua terbesar sampai dengan tahun 2030.

Permintaan akan batubara pada industri listrik sangat besar, hal ini karena batubara merupakan sumber bahan bakar yang dinilai paling efisien dan paling murah. Batubara akan tetap mendominasi pasokan dari industri tenaga listrik di masa depan sebanyak 44% pada tahun 2030 dari dominasi saat ini yang mencapai 42%. Dari sini dapat ditarik kesimpulan bahwa ancaman produk substitusi dalam jangka pendek dan menengah tidak signifikan.



Gambar 4.2 Kebutuhan Energi Primer Dunia

Sumber : WEO, 2009



Gambar 4.3 Sumber tenaga listrik dunia

Sumber : WEO, 2009

4.3 Analisis Perusahaan

Langkah yang dilakukan dalam melakukan analisis perusahaan meliputi pengukuran kinerja perusahaan dan estimasi tingkat diskonto (*discount rate*). Pengukuran kinerja perusahaan meliputi analisis rasio likuiditas, rasio profitabilitas, struktur keuangan, dan kebijakan dividen. Estimasi tingkat diskonto digunakan sebagai dasar perhitungan *cost of equity* (*Ke*) yang selanjutnya dapat digunakan sebagai dasar untuk menghitung valuasi saham. Bagian terakhir dari analisis perusahaan mencakup proyeksi keuangan dari tiap perusahaan.

4.3.1 Analisis PT Bukit Asam Tbk

Pada tahun 2010, perusahaan membukukan penurunan *revenue* sebesar 12% dari tahun sebelumnya sebesar Rp8,95 triliun pada tahun 2009 menjadi Rp7,91 triliun pada 2010. Begitu juga dengan *net profit* yang juga mengalami penurunan sebesar 26% dari tahun sebelumnya sebesar Rp2,73 triliun pada 2009 menjadi Rp2,01 triliun pada tahun 2010.

Untuk volume penjualan, perusahaan membukukan kenaikan penjualan sebesar 3% dari tahun sebelumnya sebesar 12,5 juta Mt pada tahun 2009 menjadi 12,9 juta Mt pada tahun 2010. Sedangkan volume produksi pada tahun 2010 naik sebesar 8% dari tahun sebelumnya yang hanya 11,6 juta Mt pada tahun 2009 menjadi 12,5 juta Mt pada tahun 2010.

Saat ini sumber daya dan cadangan batubara PTBA di estimasi masing-masing sebesar 7.290 juta Mt dan 1.990 juta Mt. Dari jumlah sumber daya tersebut, 2,7% merupakan batubara bituminous, 48,2% merupakan batubara lignits, dan 49,1% adalah batubara sub-bituminous. Sedangkan untuk cadangan batubara 3% merupakan batubara bituminous, 34,2% merupakan batubara lignits, dan 62,8% adalah batubara sub-bituminous.

Sebagai target, pada tahun 2011, PTBA berencana meningkatkan volume penjualan sebesar 24% menjadi 16 juta Mt. Sedangkan untuk produksi, PTBA berencana meningkatkan produksi sebesar 20% menjadi 15 juta Mt. Pengembangan proyek transportasi batubara yang sedang dibangun merupakan faktor utama pertumbuhan dalam jangka pendek. Terdapat dua proyek pembangunan transportasi kereta batubara, proyek pertama merupakan pembangunan jalur kereta api batubara sepanjang 584,34 kilometer dan

ditargetkan akan menambah kapasitas produksi batubara sebesar 22,7 juta Mt per tahun, proyek ini diperkirakan akan siap pada akhir tahun 2014. Proyek kedua selain melakukan investasi dari dana perusahaan sendiri, juga melibatkan investor asing yaitu Transpacific Railway Infrastructure dan Chine Railway Engineering. Proyek pembangunan rel kereta api batubara sepanjang 307 kilometer ini diperkirakan akan selesai pada akhir tahun 2014 dan diperkirakan akan menambah kapasitas produksi hingga 25 juta Mt per tahun.

Adanya proyek pembangunan pembangkit listrik merupakan dasar perkiraan pertumbuhan PTBA dalam jangka menengah dan jangka panjang. Proyek pembangunan pembangkit listrik yang terletak di Tanjung Enim memiliki kapasitas 2x100 megawatt (MW) dan diperkirakan akan mengkonsumsi batubara sebanyak satu juta Mt per tahun yang akan dipasok langsung oleh PTBA. Proyek ini diperkirakan akan selesai dan mulai beroperasi secara komersial pada tahun 2013.

4.3.1.1 Pengukuran Kinerja Manajemen dan Profitabilitas Perusahaan

Sepanjang tahun 2010, PTBA mengalami penurunan *revenue* dari tahun sebelumnya. Penjualan bersih PTBA adalah Rp7.909.154 juta, turun dari tahun sebelumnya yang sebesar Rp8.947.854 juta. Pada aset, perusahaan mengalami kenaikan, aset pada tahun 2010 sebesar Rp8.722.699 juta, sedangkan pada tahun sebelumnya, aset perusahaan sebesar 8.078.578 juta.

Pengukuran kinerja perusahaan dapat diukur melalui ROA, ROE, dan ROIC. Secara keseluruhan kinerja perusahaan mengalami penurunan. ROA PTBA menunjukkan penurunan dari tahun sebelumnya. imbal hasil aset (ROA) pada tahun 2010 sebesar 23%, berbeda dari tahun sebelumnya yang menunjukkan 34%. Begitu juga dengan imbal hasil ekuitas (ROE) yang menunjukkan penurunan dari pencapaian tahun lalu. ROE 2010 sebesar 32% sedangkan ROE tahun 2009 menunjukkan angka 48%. Sedangkan imbal hasil modal (ROIC) juga menunjukkan penurunan lebih dari setengah dari tahun lalu. ROIC 2010 sebesar 65% sedangkan ROIC tahun 2009 menunjukkan angka 145%. Ini menunjukkan pada tahun 2009 baik profitabilitas relatif atas aset (ROA), persentase pengembalian dari ekuitas (ROE), dan efisiensi perusahaan untuk mengalokasikan

investasinya (ROIC) mengalami penurunan dari tahun-sebelumnya. Walaupun mengalami penurunan, terutama ROIC yang mengalami penurunan secara signifikan, kinerja perusahaan masih terbilang cemerlang dengan masih tingginya angka pada indikator-indikator efektifitas manajemen.

Pengukuran profitabilitas perusahaan juga secara keseluruhan mengalami penurunan. Pada tahun 2010, *gross margin* perusahaan mengalami sedikit penurunan sebesar 8% menjadi 46%. Sedangkan untuk *net profit margin* perusahaan mengalami penurunan sebesar 5% menjadi 25%.

4.3.1.2 Pengukuran Kondisi Keuangan (Likuiditas dan Solvabilitas)

Kondisi keuangan perusahaan berfokus kepada kemampuan perusahaan dalam membayar hutang-hutangnya. Untuk menganalisis kemampuan bayar hutang jangka pendek perusahaan, digunakan *current ratio* yang mengukur kemampuan bayar hutang perusahaan dengan menggunakan aset lancarnya. Semakin tinggi rasio, semakin tinggi kemampuan bayar hutang perusahaan dalam jangka pendek. *Current ratio* PTBA adalah sebesar 5,79 kali, yang berarti untuk memenuhi kewajiban jangka pendek Rp1, PTBA memiliki Rp5,79 untuk membayar kewajibannya. *Quick ratio* didapat dengan dengan cara mengurangi persediaan dari aset lancar dan kemudian membaginya dengan kewajiban lancar. Untuk *Quick ratio* PTBA adalah sebesar 5.42 kali. Baik *current ratio* dan *quick ratio*, keduanya mengalami peningkatan dari tahun lalu secara berturut-turut 4,9 kali dan 4,6 kali. Hal ini berarti kemampuan bayar hutang jangka pendek PTBA semakin kuat.

Rasio solvabilitas jangka panjang merupakan salah satu rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka panjang. Terdapat beberapa pendekatan dalam menilai kemampuan bayar perusahaan jangka panjang, salah satunya adalah dengan *debt ratio*. *Debt ratio* dari PTBA adalah sebesar 0.26 kali, artinya dari setiap Rp100 aset, terdapat Rp26 hutang.

4.3.1.3 Uji Utilisasi Investasi

Uji utilisasi investasi mengukur bagaimana organisasi menggunakan sumber daya secara efisien, karena keberhasilan perusahaan terkait dengan kemampuannya untuk mengelola dan memanfaatkan asetnya.

Tingkat perputaran persediaan (*inventory turnover*) PTBA adalah 10,05 kali, tingkat perputaran piutang (*receivable turnover*) sebesar 7,93 kali, dan tingkat perputaran hutang (*account payable turnover*) sebesar 58,22 kali. Semakin besar tingkat perputaran, semakin baik. Sedangkan lama waktu penjualan *inventory* adalah 35,62 hari, lama waktu pengembalian piutang adalah 57,59 hari, dan lamanya pengembalian hutang adalah 5,61 hari. Semakin sedikit waktu yang diperlukan, akan semakin efektif tingkat utilisasinya.

4.3.1.4 Uji Kebijakan Dividen

Dalam menguji kebijakan dividen perusahaan, maka harus melihat *dividend payout ratio* (DPR). DPR adalah bagian dari laba bersih perusahaan yang digunakan sebagai pembayaran kepada pemegang saham. DPR PTBA mencapai 61,52%, meningkat 66% dari tahun sebelumnya yang hanya 36,94%. Ini menunjukkan perusahaan bahwa PTBA adalah perusahaan yang sudah matang karena cenderung memberikan DPR yang besar.

4.3.2 Analisis PT Adaro Energy Tbk

Pada tahun 2010, perusahaan membukukan penurunan *revenue* sebesar 8,4% dari tahun sebelumnya sebesar Rp26,94 triliun pada tahun 2009 menjadi Rp24,69 triliun pada 2010. Begitu juga dengan *net profit* yang juga mengalami penurunan sebesar 49,7% dari tahun sebelumnya sebesar Rp4,37 triliun pada 2009 menjadi Rp2,2 triliun pada tahun 2010.

Untuk volume penjualan, perusahaan membukukan kenaikan penjualan sebesar 5,8% dari tahun sebelumnya sebesar 40,6 juta Mt pada tahun 2009 menjadi 42,2 juta Mt pada tahun 2010. Sedangkan volume produksi pada tahun 2010 naik sebesar 4% dari tahun sebelumnya yang hanya 40,6 juta Mt pada tahun 2009 menjadi 42,2 juta Mt pada tahun 2010.

Saat ini sumber daya dan cadangan batubara Adaro di estimasi masing-masing sebesar 3.435 juta Mt dan 823 juta Mt. Penaksiran atas cadangan dan sumber daya Adaro Energy telah dilakukan oleh Terence Willstead & Associates (TWA), konsultan *engineering* geologi dan pertambangan Australia yang diakui secara internasional, serta telah dibuat menurut Panduan Pelaporan Sumber Daya Mineral dan Cadangan Mineral Berharga (*Code for Reporting Mineral Resources and Ore Reserves - JORC Code*) (2004) yang diterbitkan oleh Australasian Institute of Mining and Metallurgy (AusIMM). Pernyataan Cadangan dan Sumber Daya Batubara ini dibuat per 31 Desember 2008.

Sebagai target, pada tahun 2011, ADRO berencana memproduksi dan menjual sekitar 46-48 juta Mt Envirocoal, termasuk 4-5 juta Mt batubara bernilai kalori lebih rendah yang dinamakan Envirocoal-4.000, yang ditambang dari pit Wara di dalam wilayah konsesi ADRO.

4.3.2.1 Pengukuran Kinerja Manajemen dan Profitabilitas Perusahaan

Sepanjang tahun 2010, ADRO mengalami penurunan *revenue* dari tahun sebelumnya. Penjualan bersih ADRO adalah Rp24.689.333 juta, turun dari tahun sebelumnya yang sebesar Rp26.938.020 juta. Penurunan juga terjadi pada aset perusahaan. Aset pada tahun 2010 sebesar Rp40.600.921 juta, sedangkan pada tahun sebelumnya, aset perusahaan sebesar Rp42.360.347 juta.

Tidak berbeda jauh dengan PTBA, secara keseluruhan kinerja perusahaan mengalami penurunan. ROA ADRO menunjukkan penurunan dari tahun sebelumnya. Imbal hasil aset (ROA) pada tahun 2010 sebesar 5,4%, berbeda dari tahun sebelumnya yang menunjukkan 10,3%. Imbal hasil ekuitas (ROE) menunjukkan penurunan lebih dari setengah pencapaian tahun lalu. ROE 2010 sebesar 11,9% sedangkan ROE tahun 2009 menunjukkan angka 25%. Sedangkan imbal hasil modal (ROIC) juga menunjukkan penurunan hampir setengah dari tahun lalu. ROIC 2010 sebesar 9,6% sedangkan ROIC tahun 2009 menunjukkan angka 18,5%. Ini menunjukkan pada tahun 2009 baik profitabilitas relatif atas aset (ROA), persentase pengembalian dari ekuitas (ROE), dan efisiensi perusahaan untuk mengalokasikan investasinya (ROIC) mengalami penurunan dari tahun-sebelumnya.

Pengukuran profitabilitas perusahaan juga secara keseluruhan mengalami penurunan. Pada tahun 2010, *gross margin* perusahaan mengalami penurunan sebesar 10% menjadi hanya 31%. Sedangkan untuk *profit margin* perusahaan mengalami penurunan sebesar 7% menjadi hanya 9%.

4.3.2.2 Pengukuran Kondisi Keuangan (Likuiditas dan Solvabilitas)

Rasio likuiditas sangat berguna untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam melunasi kewajiban-kewajiban jangka pendeknya. Umumnya, semakin tinggi nilai rasio, semakin besar kemungkinan bahwa perusahaan memiliki kemampuan untuk menutup hutangnya. Salah satu rasio solvabilitas jangka pendek atau likuiditas yang digunakan adalah rasio lancar (*current ratio*). rasio lancar perusahaan didapat membagi aset lancar dengan kewajiban lancar. *Current ratio* ADRO adalah sebesar 1,76 kali, yang berarti untuk memenuhi kewajiban jangka pendek Rp1, ADRO memiliki Rp1,76 untuk membayar kewajibannya. *Quick ratio* didapat dengan cara mengurangi persediaan dari aset lancar dan kemudian membaginya dengan kewajiban lancar. Untuk *quick ratio* ADRO adalah sebesar 1,71 kali. Baik *current ratio* dan *quick ratio*, keduanya mengalami penurunan dari tahun lalu secara berturut-turut 1,98 kali dan 1,95 kali. Hal ini berarti kemampuan bayar hutang jangka pendek ADRO semakin lemah dengan posisi awal dari tahun sebelumnya yang sudah lemah.

Debt ratio dari ADRO adalah sebesar 0.54 kali. Artinya dari setiap Rp100 aset, terdapat Rp54 hutang. Rasio ini cukup tinggi mengingat lebih dari setengah aset yang dimiliki ADRO berasal dari hutang, hal ini juga menimbulkan *bankruptcy cost* yang tinggi bagi perusahaan.

4.3.2.3 Uji Utilisasi Investasi

Tingkat perputaran persediaan (*inventory turnover*) ADRO adalah 58,73 kali, tingkat perputaran piutang (*receivable turnover*) sebesar 9,97 kali, dan tingkat perputaran hutang (*account payable turnover*) sebesar 7,03 kali. Semakin besar tingkat perputaran, akan semakin baik. Sedangkan lama waktu penjualan *inventory* adalah 5,79 hari, lama waktu pengembalian piutang adalah 39,5 hari, dan lamanya pengembalian hutang adalah 49,17 hari. Cepatnya penjualan

inventory menunjukkan utilisasi ADRO dapat dikatakan sangat baik, juga pengembalian hutang yang lebih lama dibandingkan dengan pemengembalian piutang juga mengarahkan kepada efektifnya utilisasi ADRO.

4.3.2. Uji Kebijakan Deviden

DPR ADRO adalah sebesar 39%, meningkat 123% dari tahun sebelumnya yang hanya 17%. Ini menunjukkan perusahaan bahwa ADRO sedang dalam perjalanan menjadi perusahaan yang matang.

4.3.3 Perbandingan Secara Keseluruhan Tahun 2010

Dari hasil yang analisa, maka tabel perbandingan kinerja PTBA dan ADRO adalah sebagai berikut :

Tabel 4.9 Perbandingan PTBA & ADRO

	2010	
	ADRO	PTBA
Liquidity		
rasio kas	0.94	4.40
current ratio	1.76	5.79
quick ratio	1.71	5.42
NWC to total asset	0.11	0.63
Profitability		
ROA	5%	23%
ROE	12%	32%
Gorss margin	31%	46%
Profit Margin	9%	25%
Equity Multiplier	219%	137%
ROIC	10%	65%
Market value ratio		
EPS	69	872
P/E	36.6	26.3
market to book	4.3	8.3
Solvency ratio		
Debt ratio	0.54	0.26
DER	1.18	0.36
Long Term Debt ratio	0.22	0.00

Tabel 4.9 Perbandingan PTBA & ADRO (lanjutan)

	2010	
	ADRO	PTBA
Aset utilization		
Inventory turnover	58.73	10.05
Receivable turnover	9.97	7.93
A/P turnover	7.03	58.22
Days sales inventory	6.21	36.31
Days sale in receivable	36.61	46.02
NWC Turnover	5.60	1.44
Asset turnover	0.61	0.91
Fixed asset turnover	0.81	3.81
Payout Ratio	39%	62%

Sumber : Hasil olahan penulis

Data perbandingan pasar pada transaksi akhir desember 2010 adalah sebagai berikut :

Tabel 4.10 Data Perbandingan Pasar PTBA & ADRO

	2010	
	ADRO	PTBA
Market Data		
Price	Rp2,250	Rp22,150
Market Capitalization	Rp71,968,414,500,000	Rp51,036,520,455,350
Shares Outstanding	31,985,962,000	2,304,131,849
52 Wk. high	Rp2,900	Rp26,000
52 Wk. low	Rp1,700	Rp15,550

Sumber : Hasil olahan penulis

Tabel 4.11 Data Perbandingan Sumber Daya Batubara PTBA & ADRO

	2010	
	ADRO	PTBA
Sumber daya Batubara (Mt)	3,435,000,000	7,290,000,000
Cadangan Batubara (Mt)	823,000,000	1,990,000,000

Sumber : Laporan keuangan PTBA dan ADRO, 2010

4.3.4 Estimasi Tingkat Diskonto (*Discount Rate*)

Dalam model DCF, tingkat diskonto menggambarkan risiko dari *cash flow* di masa depan. Ini digunakan untuk menentukan nilai sekarang dari *cash flow* di masa depan. Tingkat diskonto memperhitungkan nilai waktu dari uang (uang yang tersedia saat ini bernilai lebih dari jumlah uang yang sama yang tersedia di masa depan) dan risiko atas ketidakpastian arus kas masa depan yang diantisipasi (yang mungkin kurang dari yang diharapkan). Risiko perusahaan akan tercermin dalam WACC (*weighted average cost of capital*) perusahaan. Dalam WACC ini terdapat komponen atas biaya ekuitas (*cost of equity – Ke*) dan biaya hutang (*cost of debt – Kd*). Ke merupakan bagian tak terpisahkan dari DCF. Karena penulis melakukan proyeksi menggunakan FCFE, maka hanya akan dibahas mengenai *cost of equity* (Ke). Asumsi-asumsi yang digunakan adalah :

- *Risk free* (Rf)
Nilai *risk free* menggunakan *yield* nilai IGSYC (*Indonesia Government Securities Curve*) dengan berpatokan pada kupon surat utang negara (SUN) yang bertenor 1 tahun.
- *Risk premium* (Rm)
Nilai *risk premium* (Rm) menggunakan data sekunder yang diperoleh dari website Damodaran.
- Beta (β)
Nilai beta didapat dari Reuters yang kemudian dilakukan *adjustment* terhadap beta.

Dalam menghitung *cost of equity* (Ke), dilakukan pendekatan dengan CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). CAPM ini melibatkan *risk free*, *risk premium*, dan beta. Penulis menggunakan *risk free* yang mengacu pada IGSYC untuk tenor 1 tahun yang diperoleh dari IDX adalah sebesar 5,84%. Sementara untuk *total premium* penulis mengacu kepada *total premium* Indonesia yang diterbitkan oleh Damodaran, yaitu sebesar 9,13%. Dengan diketahuinya *risk free* dan *risk premium*, maka *expected market return* dapat diketahui yaitu sebesar 14,97%. Ini didapat dari perhitungan:

$$\text{Expected market return (Rm)} = 9,13\% + 5,84\% = 14,97\%$$

Penulis mengambil data dari Reuters untuk data beta. Untuk PTBA, penulis data beta mingguan selama 5 tahun, yaitu sebesar 1,22. Sedangkan untuk ADRO, penulis menggunakan beta mingguan yang berjalan selama 3 tahun sampai dengan 31 desember 2010, yaitu sebesar 1,1. Beta yang didapat ini merupakan *raw* beta dan untuk perhitungan *cost of capital* (Ke) akan digunakan *adjusted* beta. *Adjusted* beta adalah yang didapat untuk PTBA dan ADRO berturut-turut adalah 1,15 dan 1,067. Berikut hasil perhitungan *discount rate* yang digunakan untuk mendiskonto CF dimasa depan untuk ekuitas perusahaan.

Tabel 4.12 Perhitungan Cost of Equity PTBA & ADRO

PTBA		ADRO	
Expected Market Return (Rm)	= 14.97%	Expected Market Return (Rm)	= 14.97%
Risk free (Rf)	= 5.84%	Risk free (Rf)	= 5.84%
Risk Premium	= (Rm-Rf)	Risk Premium	= (Rm-Rf)
	9.13%		9.13%
B	= 1.22	B	= 1.1
Adjusted Beta	= ((2/3)*B)+1/3	Adjusted Beta	= ((2/3)*B)+1/3
	1.15		1.067
Ke	= Rf+B(Rm-Rf)	Ke	= Rf+B(Rm-Rf)
	16.31%		15.58%

Sumber : Hasil olahan penulis

4.3.4 Proyeksi Keuangan

Untuk melakukan perhitungan atas proyeksi keuangan sepuluh tahun kedepan, harus didasarkan atas asumsi-asumsi yang akan ditetapkan pada perhitungan tersebut. Asumsi yang akan penulis gunakan adalah berdasarkan pada data primer dan data sekunder. Data primer berupa laporan keuangan tahunan yang telah diaudit periode 2005-2010, target volume produksi perusahaan dan juga target penjualan dalam satu tahun, serta proyeksi harga batubara. Data yang diperoleh dari data sekunder yang bersumber dari *website* resmi perusahaan, buku, koran, dan majalah.

Asumsi umum yang digunakan adalah :

1. Untuk skenario optimis dan skenario pesimis, kesemuanya memiliki rentang sebesar 15 % dari skenario normal. Untuk skenario optimis adalah

115% dari skenario normal, dan untuk skenario pesimis adalah 85% dari skenario normal.

2. Sampai dengan tahun 2015, proyeksi penjualan PTBA dan ADRO diasumsikan melakukan penjualan 100% dari total produksi, hal ini dikarenakan pada dua tahun terakhir, volume penjualan lebih besar daripada volume produksi, ditambah dengan adanya pembangkit listrik yang sedang dibangun yang nantinya akan menyerap produksi PTBA. Sampai dengan tahun 2020 dan juga setelahnya, PTBA dan ADRO diasumsikan tetap dapat menjual sebesar 100%, angka ini merupakan angka pembulatan yang dari hasil prediksi BP Energy Outlook diperoleh dari rata-rata produksi dan penjualan sampai dengan tahun 2030 sebesar 99.5%.
3. Proyeksi nilai tukar rupiah (Rp) terhadap dollar Amerika (US\$) adalah:

Tabel 4.13 Proyeksi Nilai Tukar Rupiah Terhadap US Dollar

	Optimis	Normal	Pesimis
2011	8,898	8,882	8,866
2012	8,913	8,899	8,885
2013	8,863	8,841	8,818
2014	8,559	8,484	8,409
2015	8,413	8,313	8,214
2016	8,302	8,185	8,068
2017	8,188	8,053	7,919
2018	8,051	7,894	7,739
2019	7,898	7,717	7,540
2020	7,772	7,573	7,377
Terminal	7,650	7,433	7,221

Sumber : Hasil olahan penulis

Asumsi nilai tukar ini dibuat penulis berdasarkan tren nilai rupiah yang semakin menguat dan diperkirakan terus akan menguat dalam jangka panjang.

4. Angka proyeksi pendapatan PTBA dan ADRO pada tahun 2011-2020 didapat dengan mengalikan 100% dari total produksi dengan perkiraan harga jual rata-rata batubara PTBA dan ADRO.

5. Asumsi prediksi nilai *noncash working capital* dilakukan berdasarkan persentase *moving average* nilai historis *noncash working capital* terhadap *revenue* perusahaan sejak tahun 2005.
6. *Earning before tax* (EBT) atau *net operating profit after tax* (NOPAT), *earning before interest and tax* (EBIT), dan *minority interest* dihitung berdasarkan prosentase data historis sejak tahun 2005.
7. Pajak perusahaan diasumsikan sebesar 25% dari pendapatan kena pajak.
8. Target depresiasi adalah *moving average* nilai historis depresiasi terhadap *capital expenditure*.
9. *Debt ratio* yang digunakan dalam penghitungan FCFE adalah proporsi *debt financing* per aset.
10. Dalam jangka panjang, karena kondisi perekonomian yang lebih stabil, diasumsikan nilai beta PTBA dan ADRO adalah 1.
11. *Sensitivity analysis* diterapkan dengan sebaran 15% dihitung dari tren pertumbuhan dari tahun 2005-2010.
12. *Terminal value* dan menggunakan data pertumbuhan (tahun 2015 – 2030) dari IEA sebesar 1,7% per tahun.
13. Menggunakan perhitungan dan proyeksi FCFE dengan *two-stage model* dengan asumsi pertumbuhan yang dialami terdiri dari 2 tahap, yaitu pertumbuhan sampai dengan 2015 dan pertumbuhan yang lebih stabil, yaitu setelah tahun 2015.
14. *Cost of equity* (K_e) untuk *terminal value* adalah:

Tabel 4.14 Perhitungan *cost of equity* PTBA & ADRO

PTBA		
Expected Market Return (Rm)	=	14.97%
Risk free (Rf)	=	5.84%
Risk Premium	=	(Rm-Rf) 9.13%
B	=	1
Adjusted Beta	=	$((2/3)*B)+1/3$ 1.00
K_e	=	$Rf+B(Rm-Rf)$ 14.97%

Sumber : Hasil olahan penulis

Asumsi yang digunakan dalam memprediksi nilai PTBA antara lain :

1. Pada tahun 2011, PTBA memiliki target kenaikan volume penjualan sebesar 24% menjadi 16 juta Mt dan target peningkatan produksi sebesar 20% menjadi 15 juta Mt. Namun, penulis menggunakan rata-rata kenaikan tingkat produksi yang didapat dari tahun 2005 sampai dengan 2010.

Tabel 4.15 Proyeksi Pertumbuhan Produksi PTBA

Proyeksi Pertumbuhan PTBA			
	Optimis	Normal	Pesimis
2011	7.6%	6.6%	5.6%
2012	8.9%	7.7%	6.6%
2013	10.6%	9.2%	7.8%
2014	8.9%	7.7%	6.6%
2015	9.0%	7.8%	6.6%
2016	9.0%	7.8%	6.6%
2017	9.3%	8.1%	6.8%
2018	9.3%	8.1%	6.9%
2019	9.1%	7.9%	6.7%
2020	9.1%	7.9%	6.7%
Terminal	1.7%	1.7%	1.7%

Sumber : Diolah penulis dari laporan keuangan PTBA 2005-2010.

2. Proyeksi harga jual rata-rata batubara untuk tahun 2010 hingga tahun 2020 adalah :

Tabel 4.16 Proyeksi Harga Jual/Mt PTBA (dlm US\$)

Proyeksi Harga Jual PTBA			
	Optimis	Normal	Pesimis
2011	86.6	84.5	82.4
2012	105.6	100.6	95.7
2013	132.8	123.2	114.0
2014	165.6	149.6	134.7
2015	191.8	170.1	150.5
2016	234.4	203.0	175.2
2017	286.2	242.0	203.8
2018	349.5	288.6	237.2
2019	424.3	342.3	274.7
2020	512.2	404.0	316.7
Terminal	623.5	480.3	367.6

Sumber : Diolah penulis dari laporan keuangan PTBA 2005-2010

3. Jumlah saham ditempatkan dan disetor penuh diasumsikan tidak berubah, yaitu sebesar 2.304.131.849 lembar saham.

Asumsi yang digunakan dalam memprediksi nilai ADRO adalah :

1. ADRO diperkirakan akan memiliki perumbuhan yang cukup baik setelah tahun 2013, hal ini terjadi karena sudah selesainya proyek-priyek yang akan menambah kapasitas produksi ADRO.

Tabel 4.17 Proyeksi Pertumbuhan Produksi ADRO

Proyeksi Pertumbuhan ADRO			
	Optimis	Normal	Pesimis
2011	11.5%	10.0%	8.5%
2012	6.8%	6.0%	5.1%
2013	16.6%	14.5%	12.3%
2014	16.6%	14.5%	12.3%
2015	16.6%	14.5%	12.3%
2016	16.6%	14.5%	12.3%
2017	16.6%	14.5%	12.3%
2018	16.6%	14.5%	12.3%
2019	16.6%	14.5%	12.3%
2020	16.6%	14.5%	12.3%
Terminal	1.7%	1.7%	1.7%

Sumber : Diolah penulis dari laporan keuangan PTBA 2005-2010

2. Proyeksi harga jual rata-rata batubara untuk tahun 2010 hingga tahun 2015 adalah :

Tabel 4.18 Proyeksi Harga Jual/Mt ADRO (dalam US\$)

Proyeksi Harga Jual ADRO			
	Optimis	Normal	Pesimis
2011	71.6	70.4	69.2
2012	86.3	83.0	79.8
2013	109.5	102.4	95.6
2014	137.0	124.8	113.4
2015	160.5	143.4	127.8
2016	196.3	171.2	148.8
2017	237.1	202.1	171.7
2018	289.7	241.1	199.8

Tabel 4.18 Proyeksi Harga Jual/Mt ADRO (dalam US\$)**(lanjutan)**

Proyeksi Harga Jual ADRO			
	Optimis	Normal	Pesimis
2019	352.4	286.5	231.8
2020	426.0	338.5	267.6
Terminal	518.9	402.7	310.7

Sumber : Diolah penulis dari laporan keuangan ADRO 2005-2010

Proyeksi harga jual rata-rata ini lebih rendah dikarenakan produk batubara yang dihasilkan ADRO adalah batubara yang berkalori rendah, sehingga harga pasarnya lebih rendah.

3. Jumlah saham ditempatkan dan disetor penuh diasumsikan tidak berubah, yaitu sebesar 31.985.962.000 lembar saham.

4.3.5 Valuasi Nilai Wajar dengan pendekatan FCFE

Berdasarkan asumsi yang telah diungkapkan, maka setelah didapat proyeksi *free cash flow to equity* (FCFE) untuk sepuluh tahun kedepan dan dilakukan perhitungan *present value*-nya, maka setelah itu hasilnya harus dibagi berdasarkan jumlah saham yang beredar. Dari hasil perhitungan (data terlampir), maka didapatkan bahwa nilai PTBA untuk skenario optimis adalah Rp30.285, untuk skenario normal adalah Rp29.425, dan untuk skenario pesimis adalah Rp15.996.

Untuk nilai ADRO dengan skenario optimis, harga sahamnya adalah Rp2.278. Untuk skenario normal didapati harga sahamnya Rp1.658 dan untuk skenario pesimis adalah Rp1.212.

Harga saham PTBA dan ADRO di penutupan akhir tahun 2010 berturut-turut adalah Rp22.650 dan Rp2.525. Dapat disimpulkan bahwa untuk harga saham PTBA untuk skenario optimis dan normal adalah *undervalued*. Sedangkan dengan berbagai skenario, harga saham ADRO pada saat penutupan di akhir 2010 *overvalued*.

4.3.6 *Relative Valuation* dengan pendekatan *P/ER Comparable Firm*

Penilaian dengan *relative valuation* adalah penilaian dengan perbandingan antara perusahaan satu dengan perusahaan yang lain. Agar perbandingan dapat disamakan, maka perusahaan lain harus berada dalam industri yang sama agar dapat dikatakan sebagai perusahaan pembanding "*comparable firm*". Untuk penulisan karya akhir ini, penulis menggunakan perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) sebagai perusahaan pembanding.

Tabel 4.19 Daftar Nama Perusahaan yang Terdaftar di BEI

Kode	Nama Perusahaan (Emiten)
ADRO	Adaro Energy Tbk
ATPK	ATPK Resources Tbk
BORN	Borneo lumbang energy & metal Tbk
BRAU	Berau Coal Energy Tbk
BYAN	Bayan Resources Tbk
BUMI	Bumi Resources Tbk
DEWA	Darma Henwa Tbk
GTBO	Garda Tujuh Buana Tbk
HRUM.	Harum Energy Tbk
KKGI	Resource Alam Indonesia Tbk
DOID	Delta Dunia Makmur Tbk
ITMG	Indo Tambangraya Megah Tbk
PKPK	Perdana Karya Perkasa Tbk
PTRO	Petrosea Tbk
PTBA	Tambang Batubara Bukit Asam Tbk

Sumber : Diolah penulis dari Koran bisnis Indonesia

Penulis menggunakan pendekatan *P/ER* dalam *relative valuation*, dikarenakan dengan pendekatan ini investor dapat secara instan menilai saham mana yang dirasa mahal atau murah, faktor lain adalah karena kemudahannya dalam melakukan valuasi dengan pendekatan ini.

Tabel 4.20 *P/ER* Perusahaan yang terdaftar di BEI Akhir Tahun 2010

Kode	Nama Perusahaan (Emiten)	<i>P/ER</i>
ADRO	PT Adaro Energy Tbk	36.6
BORN	PT Borneo lumbang energy & metal Tbk	67.7
BRAU	PT Berau Coal Energy Tbk	21.7
BYAN	PT Bayan Resources Tbk	80.6

BUMI	PT Bumi Resources Tbk	17.1
DEWA	PT Darma Henwa Tbk	0.3
GTBO	PT Garda Tujuh Buana Tbk	182.4
HRUM	PT Harum Energy Tbk	27.8
KKGI	PT Resource Alam Indonesia Tbk	21.2
DOID	PT Delta Dunia Makmur Tbk	-68.9
ITMG	PT Indo Tambangraya Megah Tbk	31.5
PKPK	PT Perdana Karya Perkasa Tbk	11.7
PTRO	PT Petrosea Tbk	6.9
PTBA	PT Tambang Batubara Bukit Asam Tbk	26.0

Sumber : Diolah penulis dari laporan tahunan masing-masing perusahaan

Penulis mengecualikan ATPK, dikarenakan hingga saat penulisan berlangsung, laporan keuangan 2010 belum dipublikasikan. Dari 14 perusahaan, didapat rata-rata P/ER perusahaan pertambangan batubara adalah 33 kali. PTBA berada dibawah rata-rata P/ER industri dan ADRO berada diatas rata-rata P/ER industri. Dari *relative valuation* yang dilakukan, dapat disimpulkan PTBA lebih murah dibandingkan ADRO jika dilihat dari pendekatan P/ER.

4.3.7 Matriks P/ER

Penulis juga melakukan pendekatan P/ER melalui matriks, dari penelitian data atas ADRO dan PTBA dari tahun 2005 sampai dengan 2010, didapatkan data perkiraan EPS 2011 dikalikan dengan data P/ER yang didapat dari tahun 2005-2010 adalah sebagai berikut :

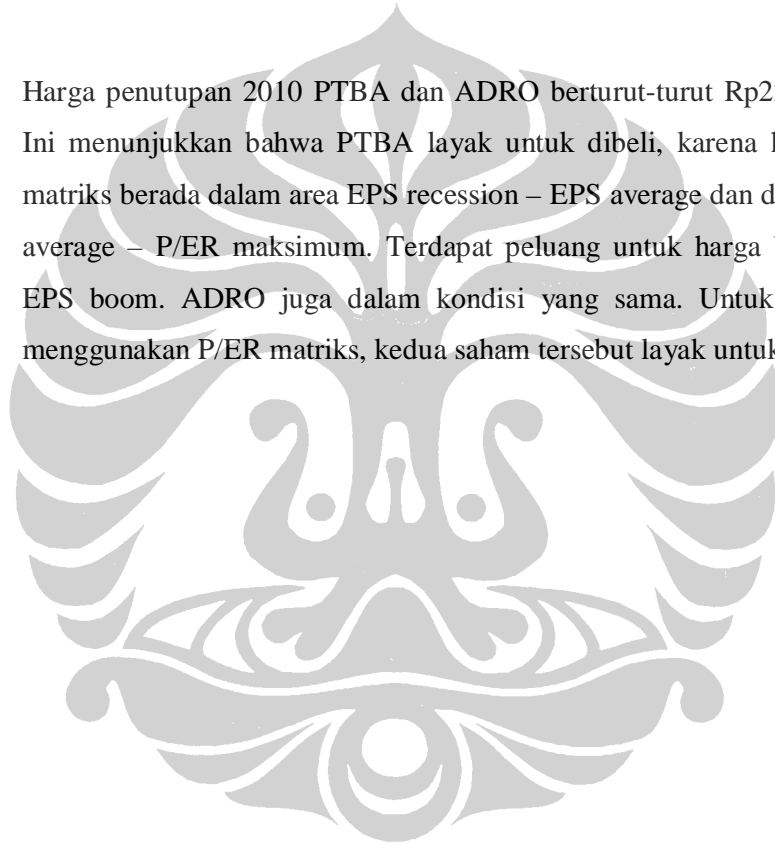
Tabel 4.24 Price Matriks PTBA

		PER			
		Min	Average	Max	
		9	19	26	
EPS	Boom	1062	9,558	20,178	27,612
	Average	1025	9,221	19,467	26,640
	Recession	988	8,892	18,772	25,688

Tabel 4.25 Price Matriks ADRO

		PER			
		Min	Average	Max	
		14	22	37	
EPS	Boom	100	1,386	2,190	3,651
	Average	97	1,343	2,121	3,536
	Recession	94	1,300	2,053	3,424

Harga penutupan 2010 PTBA dan ADRO berturut-turut Rp22.650 dan Rp2.525. Ini menunjukkan bahwa PTBA layak untuk dibeli, karena harga tersebut pada matriks berada dalam area EPS recession – EPS average dan dengan kondisi P/ER average – P/ER maksimum. Terdapat peluang untuk harga berada pada kondisi EPS boom. ADRO juga dalam kondisi yang sama. Untuk itu, dari penilaian menggunakan P/ER matriks, kedua saham tersebut layak untuk dibeli.



BAB 5 KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

Setelah melakukan analisis atas nilai wajar saham menggunakan *Free Cash Flow to Equity* (FCFE) dengan tiga skenario dan *relative valuation*, maka diperoleh beberapa kesimpulan, yaitu:

1. Penilaian nilai wajar PTBA menggunakan pendekatan FCFE dengan tiga skenario, diperoleh nilai wajar PTBA untuk skenario optimis, skenario normal, dan skenario pesimis berturut-turut adalah Rp30.285, Rp29.425, dan Rp15.996 per lembar sahamnya. Pada akhir tahun 2010, PTBA ditutup dengan harga Rp22.650 per lembar sahamnya. Maka dapat dikatakan pada ketiga skenario yang dilakukan, harga saham PTBA *undervalued* pada skenario normal dan optimis dengan jumlah yang cukup signifikan.
2. Penilaian nilai wajar ADRO menggunakan pendekatan FCFE dengan tiga skenario, didapat nilai wajar ADRO untuk skenario optimis, skenario normal, dan skenario pesimis berturut-turut adalah Rp2.278, Rp1.658, dan Rp1.212 per lembar sahamnya. Pada akhir tahun 2010, ADRO ditutup dengan harga Rp2.525 per lembar sahamnya. Maka dapat dikatakan pada ketiga skenario yang dilakukan, harga saham ADRO *overvalued* dengan jumlah yang cukup signifikan.
3. Perhitungan dengan *relative valuation* dengan pendekatan P/ER industri terhadap 14 perusahaan sejenis memperlihatkan rata-rata P/ER industri sebesar 33 kali. Sedangkan P/ER untuk PTBA dan ADRO berturut-turut menunjukkan nilai sebesar 26 kali dan 36,6 kali. Maka dengan perhitungan P/ER industri dapat dikatakan PTBA relatif *undervalued* terhadap rata-rata industri dan ADRO relatif *overvalued* terhadap rata-rata industri.
4. Matriks P/ER menunjukkan bahwa PTBA dan ADRO dan masih terdapat peluang untuk mengalami kenaikan harga.

5. Perhitungan nilai wajar saham PTBA dan ADRO menggunakan metode FCFE dan P/ER menghasilkan hasil yang konsisten. Perhitungan nilai wajar PTBA menggunakan metode FCFE dan penilaian menggunakan pendekatan P/ER menunjukkan nilai PTBA *undervalued*. Sedangkan untuk Perhitungan nilai wajar ADRO menggunakan metode FCFE dan penilaian menggunakan pendekatan P/ER menunjukkan nilai ADRO *overvalued*. Hal ini berbeda dengan pendekatan melalui matriks P/ER yang menunjukkan harga kedua saham masih dalam area harga wajar.

5.2 Saran

Saran-saran yang dapat penulis tujukan untuk PTBA dan ADRO agar tetap dapat mempertahankan performa dan tetap memperoleh keuntungan yang besar, serta bagi para investor secara umum adalah sebagai berikut:

1. ADRO harus dapat meningkatkan *net profit margin* (NPM) agar dapat bersaing dengan perusahaan lain seperti PTBA, dan dengan itu dapat meningkatkan *value* perusahaan dan menaikkan nilai intrinsik saham.
2. Perlu bagi ADRO untuk menjual batubara dengan harga lebih mahal, dengan begitu akan meningkatkan *profit margin* yang dimiliki.
3. Perlu bagi ADRO untuk memiliki langkah-langkah strategis sebagai media untuk pengembangan produksi di tahun-tahun mendatang.
4. Dengan dasar perhitungan yang penulis lakukan, maka penulis menyarankan investor untuk tidak membeli saham ADRO dan membeli saham PTBA. Bagi yang sudah memiliki saham baik ADRO dan PTBA, disarankan untuk SOS (*sell on strength*) untuk saham ADRO dan disarankan untuk BOW (*buy on weakness*) dalam menambah kepemilikan saham PTBA karena terdapat *potential upside* sebesar 29-79% pada skenario optimis dan normal.

DAFTAR REFERENSI

- Anderson, J.W. (2007). *Coal Dirty Cheap Energy*.
- Baye, Michael R. (2008). *Managerial Economics and Business Strategy* (3rd Ed.). New York: McGraw-Hill.
- Bodie, Kane and Marcus. (2009). *Investment* (9th Ed.). New York: McGraw-Hill.
- Blake, A. and G. Young. (2000). Evaluating Macroeconomic Models of the Business Cycle. *National Institute Discussion Paper No.76*.
- BP. (2010). BP Statistical Review of World Energy, British Petroleum. (<http://www.bp.com/statisticalreview>)
- Damodaran, Aswath. (2002). *Investment Valuation* (2nd Ed.). New York: John Willey and Sons.
- Damodaran, Aswath. (2002). *Investment Valuation : Tools and Techniques for Determining The Value of Any Assets* (2nd Ed.). New York: John Wiley and Sons.
- Damodaran, Aswath. (2006). *Damodaran on Valuation* (2nd Ed.). New York: John Willey and Sons.
- Damodaran, Aswath. *Estimating Equity Premium*. Stern School of Business, New York.
- Enders, Walter. (2009). *Applied Economic Time Series* (3rd Ed.). New York: John Willey and Sons.
- ESDM. (2010). *Handbook of Energy & Economic Statistics of Indonesia*. Jakarta: Center for Data and Information of Energy and Mineral Resources.
- FEUI. (2011). *Indonesia Economic Outlook 2011*. Jakarta: Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Indonesia.
- Hawkins, David F. (1998). *Corporate Financial Reporting Analysis* (4th Ed.). New York: McGraw-Hill.

- Hitt, Michael A., R. Duane Ireland., & Robert E. Hoskisson. (2001). *Strategic Management: Competitiveness and Globalization* (4th Ed.). Cincinnati, Ohio: South-Western College Publishing.
- Hawksworth, John. (2006). *Implication of Global Growth Carbon Emissions and Climate Policy*. Pricewaterhouse Coopers. DC: Author.
- International Energy Agency. (2009). *World Energy Outlook*, Paris: International Energy Agency (IEA). DC: Author.
- International Energy Agency. (2010). *Power Generation from Coal*. Paris: International Energy Agency (IEA). DC: Author.
- International Monetary Fund. (2011), *World Economic Outlook Update*. International Monetary Fund (IMF). DC: Author.
- Laporan Keuangan Tahunan, PTBA Tbk.
- Laporan Keuangan Tahunan, ADRO Tbk.
- Mishkin, Frederics S. (2004). *The Economics of Money, Banking and Financial Market* (7th Ed.). USA: Pearson Addison Wesley.
- Palepu., & Healy, Bernard. (2008). *Business Analysis and Valuation* (4th Ed.). USA: Thomas South Western.
- Palepu., Krishna G., & Healy, Bernard. (2000). *Business Analysis & Valuation Using Financial Statement*. USA: South-Western Collage Publishing.
- Porter, M.E. (1980). *Competitive Strategy*. New York: Free Press.
- Porter, M.E. (1991). Towards a Dynamic Theory of Strategy. *Strategic Management Journal*.
- Pricewaterhouse Coopers. (2010). *Kin in the Game (PwC Family Business Survey)*. Pricewaterhouse Coopers. DC: Author.
- Pricewaterhouse Coopers Global Mining Group. (2010). *Income Taxes, Mining Taxes and Mining Royalties (A Summary of Selected Countries)*. Pricewaterhouse Coopers. DC: Author.

Pricewaterhouse Coopers. (2011). *You Can't Always Get What You Want (Global mining deals 2010)*. Pricewaterhouse Coopers. DC: Author.

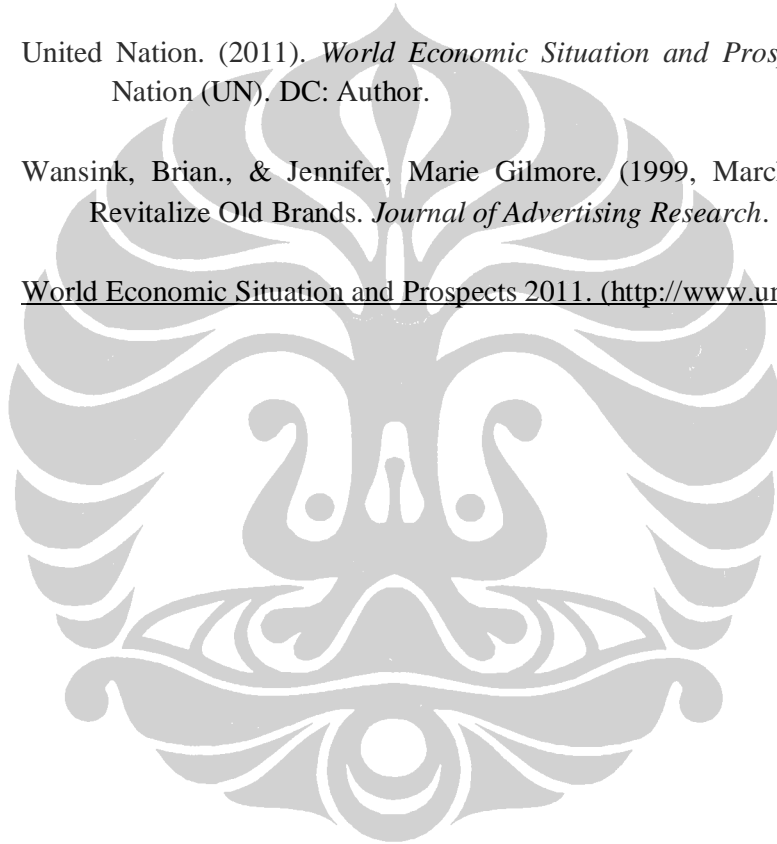
Stephenn A Ross., Randolph W Westerfield., Jeffrey Jaffe., (2010). *Corporate Finance* (9th Ed.). New York: McGraw Hill.

Tambunan, Freddy Iwan S. (2004). *Analisis Valuasi Harga Saham Model Free Cash Flow to Equity & Relative Valuation Studi Kasus di PT. Bank Mandiri (Persero) Tbk*. Karya Akhir di Program Magister Management UI, Universitas Indonesia.

United Nation. (2011). *World Economic Situation and Prospects 2011*. United Nation (UN). DC: Author.

Wansink, Brian., & Jennifer, Marie Gilmore. (1999, March). New Uses that Revitalize Old Brands. *Journal of Advertising Research*.

World Economic Situation and Prospects 2011. (<http://www.unctad.org>)



Lampiran 1 : SKENARIO OPTIMIS PTBA

PTBA	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Terminal
Prod Growth	8%	9%	11%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	1.70%
Prod	13,453,793	14,648,687	16,196,381	17,637,033	19,220,494	20,948,423	22,888,660	25,026,020	27,301,537	29,794,754	30,301,265
Buy	1,041,732	1,175,574	1,399,516	1,375,134	1,292,923	1,471,023	1,753,074	1,913,279	2,069,956	2,206,396	2,224,131
Total Prod	14,495,525	15,824,262	17,595,897	19,012,167	20,513,418	22,419,447	24,641,735	26,939,299	29,371,494	32,001,150	32,525,396
Sell	14,495,525	15,824,262	17,595,897	19,012,167	20,513,418	22,419,447	24,641,735	26,939,299	29,371,494	32,001,150	32,525,396
Average Price (usd)	86.62	105.56	132.85	165.58	191.76	234.43	286.20	349.53	424.27	512.23	623.46
Kurs	8,898	8,913	8,863	8,559	8,413	8,302	8,188	8,051	7,898	7,772	7,650
Average Price/ton	770,724	940,867	1,177,446	1,417,196	1,613,216	1,946,261	2,343,541	2,814,102	3,350,918	3,981,117	4,769,506
Revenue	11,172,055,198,080	14,888,529,089,584	20,718,222,899,684	26,943,965,435,818	33,092,579,851,250	43,634,089,562,848	57,748,910,427,694	75,809,932,029,752	98,421,458,290,363	127,400,328,831,929	155,130,058,611,798
EBIT	3,209,748,200,493	4,449,850,673,327	6,570,532,037,876	8,869,749,012,328	10,759,197,366,192	13,493,354,367,017	17,968,308,856,403	23,889,180,614,802	31,280,931,854,825	40,505,799,830,114	49,031,317,436,049
NOPAT	3,267,264,777,812	4,539,275,590,164	6,715,711,787,116	9,090,022,304,678	11,074,826,981,135	13,978,888,569,564	18,420,697,592,152	24,516,985,138,517	32,133,307,271,203	41,644,246,974,211	50,437,226,067,682
Tax	(816,816,194,453)	(1,134,818,897,541)	(1,678,927,946,779)	(2,272,505,576,170)	(2,768,706,745,284)	(3,494,722,142,391)	(4,605,174,398,038)	(6,129,246,284,629)	(8,033,326,817,801)	(10,411,061,743,553)	(12,609,306,516,921)
EAT	2,450,448,583,359	3,404,456,692,623	5,036,783,840,337	6,817,516,728,508	8,306,120,235,851	10,484,166,427,173	13,815,523,194,114	18,387,738,853,888	24,099,980,453,402	31,233,185,230,658	37,827,919,550,762
Minority Interest	(3,363,695,466)	(3,170,985,295)	(1,355,259,987)	(1,254,383,295)	3,036,568,545	5,397,607,547	(4,270,478,729)	(2,451,461,555)	(29,829,478)	1,347,413,009	3,058,536,729
Net Income	2,447,084,887,893	3,401,285,707,328	5,035,428,580,350	6,816,262,345,213	8,309,156,804,396	10,489,564,034,720	13,811,252,715,385	18,385,287,392,333	24,099,950,623,924	31,234,532,643,668	37,830,978,087,491
Share	2,304,131,849	2,304,131,849	2,304,131,849	2,304,131,849	2,304,131,849	2,304,131,849	2,304,131,849	2,304,131,849	2,304,131,849	2,304,131,849	2,304,131,849
EPS	1,062	1,476	2,185	2,958	3,606	4,553	5,994	7,979	10,459	13,556	16,419

PTBA	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Terminal
Net Income	2,447,084,887,893	3,401,285,707,328	5,035,428,580,350	6,816,262,345,213	8,309,156,804,396	10,489,564,034,720	13,811,252,715,385	18,385,287,392,333	24,099,950,623,924	31,234,532,643,668	37,830,978,087,491
Capital expenditure	205,551,524,598	302,314,689,635	456,549,660,402	642,695,704,811	848,839,422,112	1,217,220,306,079	1,326,734,494,523	1,802,926,553,273	2,400,054,480,395	3,156,726,095,490	3,865,870,692,067
Depr	(139,273,192,198)	(112,988,482,982)	(239,986,047,387)	(289,019,029,072)	(413,957,621,165)	(570,494,674,768)	(634,418,755,728)	(853,565,921,468)	(1,141,962,957,582)	(1,498,246,364,962)	(1,837,114,759,682)
Change in WC	572,565,385,844	235,826,709,224	173,886,557,534	614,635,062,397	459,532,480,325	782,537,942,321	1,245,732,095,177	1,257,435,693,623	1,597,883,749,985	2,305,336,512,349	2,116,852,330,321
Debt Ratio	0.51%	0.47%	0.45%	0.47%	0.48%	0.46%	0.45%	0.45%	0.45%	0.44%	0.43%
FCFE	1,811,510,701,327	2,978,110,396,819	4,646,752,682,682	5,852,466,872,347	7,419,006,352,406	9,066,864,255,029	11,881,923,079,043	16,188,355,338,681	21,256,703,313,838	27,288,209,028,409	33,703,385,871,433
PV	1,557,497,410,342	2,201,474,459,570	2,953,308,709,978	3,198,056,744,824	3,485,602,748,843	3,662,483,607,039	4,126,593,992,565	4,833,861,057,608	5,457,249,059,336	6,023,367,011,397	
PV Terminal Value										56,061,782,579,148	
Share	2,304,131,849	2,304,131,849	2,304,131,849	2,304,131,849	2,304,131,849	2,304,131,849	2,304,131,849	2,304,131,849	2,304,131,849	2,304,131,849	
PV/Share	676	955	1,282	1,388	1,513	1,590	1,791	2,098	2,368	26,945	
Value per share	40,606										
Market value	22,650										

Lampiran 2 : SKENARIO NORMAL PTBA

PTBA	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Terminal
Prod Growth	7%	8%	9%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	1.70%
Prod	13,329,385	14,358,816	15,678,005	16,890,651	18,209,304	19,632,802	21,214,006	22,936,596	24,750,104	26,715,509	27,169,673
Buy	1,032,099	1,152,312	1,354,723	1,316,940	1,224,903	1,378,639	1,624,810	1,753,539	1,876,511	1,978,368	1,994,270
Total Prod	14,361,484	15,511,128	17,032,728	18,207,591	19,434,207	21,011,441	22,838,816	24,690,135	26,626,615	28,693,877	29,163,943
Sell	14,361,484	15,511,128	17,032,728	18,207,591	19,434,207	21,011,441	22,838,816	24,690,135	26,626,615	28,693,877	29,163,943
Average Price (usd)	84.50	100.57	123.17	149.56	170.13	203.05	242.04	288.61	342.27	403.97	480.26
Kurs	8,882	8,899	8,841	8,484	8,313	8,185	8,053	7,894	7,717	7,573	7,433
Average Price/ton	750,491	894,973	1,088,933	1,268,859	1,414,281	1,661,837	1,949,054	2,278,222	2,641,420	3,059,127	3,569,564
Revenue	10,778,163,796,655	13,882,043,586,949	18,547,500,096,944	23,102,871,575,035	27,485,429,030,839	34,917,579,578,677	44,514,083,383,651	56,249,621,046,005	70,332,082,780,909	87,778,217,930,034	104,102,566,365,330
EBIT	3,096,582,610,590	4,149,034,510,451	5,882,113,741,104	7,605,290,053,639	8,936,177,142,022	10,797,871,105,228	13,850,353,067,675	17,725,347,071,342	22,353,388,446,927	27,908,302,572,818	32,903,268,541,521
NOPAT	3,152,071,334,946	4,232,414,177,161	6,012,082,485,341	7,794,161,494,878	9,198,327,008,262	11,186,413,167,763	14,199,063,887,599	18,191,166,860,444	22,962,496,860,747	28,692,687,216,348	33,846,726,553,062
Tax	(788,017,833,737)	(1,058,103,544,290)	(1,503,020,621,335)	(1,948,540,373,720)	(2,299,581,752,065)	(2,796,603,291,941)	(3,549,765,971,900)	(4,547,791,715,111)	(5,740,624,215,187)	(7,173,171,804,087)	(8,461,681,638,266)
EAT	2,364,053,501,210	3,174,310,632,871	4,509,061,864,006	5,845,621,121,159	6,898,745,256,196	8,389,809,875,823	10,649,297,915,699	13,643,375,145,333	17,221,872,645,560	21,519,515,412,261	25,385,044,914,797
Minority Interest	(3,245,102,181)	(2,956,622,230)	(1,213,264,519)	(1,075,560,175)	2,522,057,501	4,319,361,145	(3,291,775,460)	(1,818,940,867)	(21,316,178)	928,361,126	2,052,481,161
Net Income	2,360,808,399,028	3,171,354,010,640	4,507,848,599,487	5,844,545,560,984	6,901,267,313,697	8,394,129,236,968	10,646,006,140,239	13,641,556,204,466	17,221,851,329,383	21,520,443,773,387	25,387,097,395,958
Share	2,304,131,849	2,304,131,849	2,304,131,849	2,304,131,849	2,304,131,849	2,304,131,849	2,304,131,849	2,304,131,849	2,304,131,849	2,304,131,849	2,304,131,849
EPS	1,025	1,376	1,956	2,537	2,995	3,643	4,620	5,920	7,474	9,340	11,018

PTBA	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Terminal
Net Income	2,360,808,399,028	3,171,354,010,640	4,507,848,599,487	5,844,545,560,984	6,901,267,313,697	8,394,129,236,968	10,646,006,140,239	13,641,556,204,466	17,221,851,329,383	21,520,443,773,387	25,387,097,395,958
Capital expenditure	198,304,426,668	281,877,791,502	408,715,308,816	551,073,908,013	705,013,504,535	974,063,795,719	1,022,675,051,005	1,337,739,431,762	1,715,081,582,066	2,174,969,199,027	2,594,255,838,501
Depr	(134,362,859,060)	(105,350,302,648)	(214,841,845,207)	(247,816,882,310)	(343,817,341,212)	(456,530,511,006)	(489,023,415,048)	(633,330,730,353)	(816,047,990,556)	(1,032,284,587,821)	(1,232,825,945,545)
Change in WC	536,719,210,625	186,999,277,497	109,108,099,132	473,115,951,886	326,806,861,580	550,383,502,789	863,663,118,297	802,387,079,885	983,414,137,027	1,399,287,259,172	1,246,826,473,781
Debt Ratio	0.51%	0.47%	0.45%	0.47%	0.48%	0.46%	0.45%	0.45%	0.45%	0.44%	0.43%
FCFE	1,763,221,736,396	2,809,518,194,670	4,206,243,837,195	5,071,809,670,127	6,216,544,119,522	7,331,116,783,326	9,254,977,126,699	12,141,495,726,710	15,347,792,932,758	18,989,689,821,455	22,790,176,028,910
PV	1,515,979,610,987	2,076,847,975,773	2,673,337,147,246	2,771,460,317,263	2,920,661,102,317	2,961,343,005,144	3,214,255,197,437	3,625,464,239,361	3,940,250,155,849	4,191,622,510,225	
Terminal Value											37,908,888,393,205
Share	2,304,131,849.00	2,304,131,849.00	2,304,131,849.00	2,304,131,849.00	2,304,131,849.00	2,304,131,849.00	2,304,131,849.00	2,304,131,849.00	2,304,131,849.00	2,304,131,849.00	2,304,131,849.00
PV/Share	658	901	1,160	1,203	1,268	1,285	1,395	1,573	1,710	18,272	
Value per share	29,425										
Market value	22,650										

Lampiran 3 : SKENARIO PESIMIS PTBA

PTBA	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Terminal
Prod Growth	6%	7%	8%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	1.70%
Prod	13,204,978	14,071,827	15,170,726	16,168,124	17,241,032	18,386,666	19,645,381	21,001,316	22,412,735	23,925,560	24,332,295
Buy	1,022,466	1,129,280	1,310,890	1,260,605	1,159,769	1,291,134	1,504,667	1,605,584	1,699,296	1,771,763	1,786,005
Total Prod	14,227,444	15,201,107	16,481,615	17,428,729	18,400,801	19,677,799	21,150,048	22,606,899	24,112,030	25,697,324	26,118,300
Sell	14,227,444	15,201,107	16,481,615	17,428,729	18,400,801	19,677,799	21,150,048	22,606,899	24,112,030	25,697,324	26,118,300
Average Price (usd)	82.38	95.70	113.98	134.74	150.49	175.23	203.84	237.18	274.66	316.75	367.59
Kurs	8,866	8,885	8,818	8,409	8,214	8,068	7,919	7,739	7,540	7,377	7,221
Average Price/ton	730,327	850,291	1,005,096	1,132,978	1,236,108	1,413,819	1,614,125	1,835,507	2,070,949	2,336,174	2,654,199
Revenue	10,390,683,317,904	12,925,360,802,238	16,565,599,241,996	19,746,372,302,045	22,745,376,851,097	27,820,849,985,351	34,138,821,267,063	41,495,115,203,646	49,934,786,710,510	60,048,826,316,019	69,323,169,238,310
EBIT	2,985,258,888,379	3,863,103,273,854	5,253,578,025,160	6,500,355,956,897	7,395,071,638,699	8,603,286,820,120	10,622,137,802,724	13,075,915,980,810	15,870,590,493,269	19,091,989,487,710	21,910,688,018,898
NOPAT	3,038,752,764,829	3,940,736,820,315	5,369,658,905,051	6,661,787,222,435	7,612,011,948,869	8,912,860,695,664	10,889,571,734,872	13,419,549,332,528	16,303,048,875,348	19,628,584,765,388	22,538,948,221,186
Tax	(759,688,191,207)	(985,184,205,079)	(1,342,414,726,263)	(1,665,446,805,609)	(1,903,002,987,217)	(2,228,215,173,916)	(2,722,392,933,718)	(3,354,887,333,132)	(4,075,762,218,837)	(4,907,146,191,347)	(5,634,737,055,296)
EAT	2,279,064,573,622	2,955,552,615,237	4,027,244,178,788	4,996,340,416,826	5,709,008,961,652	6,684,645,521,748	8,167,178,801,154	10,064,661,999,396	12,227,286,656,511	14,721,438,574,041	16,904,211,165,889
Minority Interest	(3,128,439,105)	(2,752,866,236)	(1,083,620,633)	(919,297,481)	2,087,111,256	3,441,484,201	(2,524,534,384)	(1,341,825,232)	(15,134,186)	635,089,175	1,366,772,250
Net Income	2,275,936,134,517	2,952,799,749,000	4,026,160,558,155	4,995,421,119,345	5,711,096,072,907	6,688,087,005,949	8,164,654,266,770	10,063,320,174,164	12,227,271,522,325	14,722,073,663,216	16,905,577,938,139
Share	2,304,131,849	2,304,131,849	2,304,131,849	2,304,131,849	2,304,131,849	2,304,131,849	2,304,131,849	2,304,131,849	2,304,131,849	2,304,131,849	2,304,131,849
EPS	988	1,282	1,747	2,168	2,479	2,903	3,543	4,368	5,307	6,389	7,337

PTBA	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Terminal
Net Income	2,275,936,134,517	2,952,799,749,000	4,026,160,558,155	4,995,421,119,345	5,711,096,072,907	6,688,087,005,949	8,164,654,266,770	10,063,320,174,164	12,227,271,522,325	14,722,073,663,216	16,905,577,938,139
Capital expenditure	191,175,281,516	262,452,147,948	365,041,864,107	471,011,169,249	583,429,053,546	776,092,818,111	784,311,798,126	986,844,903,151	1,217,683,731,312	1,487,890,170,875	1,727,546,618,868
Depr	(129,532,445,834)	(98,090,073,254)	(191,884,830,274)	(211,812,821,836)	(284,523,664,704)	(363,744,194,578)	(375,042,721,150)	(467,205,487,420)	(579,382,562,591)	(706,182,916,269)	(820,953,840,508)
Change in WC	501,456,462,861	141,778,221,102	53,140,037,714	355,305,730,769	222,893,293,805	374,584,106,400	583,974,778,652	489,891,624,264	579,241,853,159	820,639,881,897	708,873,807,912
Debt Ratio	0.51%	0.47%	0.45%	0.47%	0.48%	0.46%	0.45%	0.45%	0.45%	0.44%	0.43%
FCFE	1,715,718,716,067	2,648,083,469,529	3,800,891,819,509	4,383,795,818,109	5,191,784,895,826	5,904,768,210,057	7,175,878,461,969	9,058,301,688,604	11,015,154,612,614	13,126,797,808,543	15,297,131,870,820
PV	1,475,137,549,667	1,957,512,431,776	2,415,709,998,528	2,395,499,227,906	2,439,208,007,744	2,385,181,487,713	2,492,183,862,457	2,704,819,042,116	2,827,928,736,673	2,897,497,626,280	
Terminal Value										25,445,054,223,866	
Share	2,304,131,849	2,304,131,849	2,304,131,849	2,304,131,849	2,304,131,849	2,304,131,849	2,304,131,849	2,304,131,849	2,304,131,849	2,304,131,849	
PV/Share	640	850	1,048	1,040	1,059	1,035	1,082	1,174	1,227	12,301	
Value per share	21,455										
Market value	22,650										

Lampiran 4 : SKENARIO OPTIMIS ADRO

ADRO	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Terminal
Prod Growth	12%	7%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	1.70%
Prod	47,067,840	50,288,457	58,645,141	68,390,497	79,755,288	93,008,623	108,464,331	126,488,392	147,507,600	172,019,675	81,111,128
Sell	47,067,840	50,288,457	58,645,141	68,390,497	79,755,288	93,008,623	108,464,331	126,488,392	147,507,600	172,019,675	81,111,128
Average Price (usd)	71.57	86.31	109.53	137.03	160.54	196.25	237.09	289.67	352.40	425.97	518.89
Kurs	8,898	8,913	8,863	8,559	8,413	8,302	8,188	8,051	7,898	7,772	7,650
Average Price/ton	636,852	769,238	970,821	1,172,808	1,350,533	1,629,309	1,941,366	2,332,151	2,783,262	3,310,721	3,969,534
Revenue	29,975,242,394,245	38,683,773,840,851	56,933,913,183,238	80,208,909,226,133	107,712,159,595,448	151,539,808,580,761	210,568,992,217,228	294,990,069,307,859	410,552,298,974,041	569,509,191,764,574	321,973,412,888,317
Operating profit	7,468,290,649,612.16	9,638,009,350,103	14,185,006,609,116	19,983,940,043,272	26,836,337,260,468	37,755,936,068,260	52,462,976,445,392	73,496,372,351,715	102,288,543,834,872	141,892,436,290,696	80,219,235,503,471
OPM	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
EBIT	7,291,523,744,899	9,805,517,076,627	14,430,336,325,278	20,635,484,196,983	28,816,324,999,379	38,396,908,798,853	53,637,851,157,043	75,706,524,659,565	105,580,891,153,024	146,811,682,394,045	83,027,958,127,714
EBT	4,683,751,556,705	6,511,214,115,160	10,351,582,011,028	15,921,877,714,185	22,042,986,354,115	28,137,942,215,737	38,436,665,741,158	55,138,861,158,368	78,012,107,963,591	108,995,019,797,773	61,238,473,307,623
Tax	(1,170,937,889,176)	(1,627,803,528,790)	(2,587,895,502,757)	(3,980,469,428,546)	(5,510,746,588,529)	(7,034,485,553,934)	(9,609,166,435,289)	(13,784,715,289,592)	(19,503,026,990,898)	(27,248,754,949,443)	(15,309,618,326,906)
EAT	3,512,813,667,529	4,883,410,586,370	7,763,686,508,271	11,941,408,285,639	16,532,239,765,586	21,103,456,661,803	28,827,499,305,868	41,354,145,868,776	58,509,080,972,693	81,746,264,848,330	45,928,854,980,718
Extraordinary item											
Minority Interest	(321,978,442,490)	(272,261,432,529)	(290,241,859,218)	(273,829,078,107)	(532,381,467,742)	(794,882,343,726)	(1,291,634,386,726)	(1,569,732,514,039)	(2,065,425,193,745)	(2,858,524,321,496)	(1,702,418,998,483)
Pre-acquisition loss/ (income)											
Net Income	3,190,835,225,039	4,611,149,153,842	7,473,444,649,053	11,667,579,207,532	15,999,858,297,844	20,308,574,318,077	27,535,864,919,143	39,784,413,354,737	56,443,655,778,948	78,887,740,526,834	44,226,435,982,234
Share	31,985,962,000	31,985,962,000	31,985,962,000	31,985,962,000	31,985,962,000	31,985,962,000	31,985,962,000	31,985,962,000	31,985,962,000	31,985,962,000	31,985,962,000
EPS	99.76	144.16	233.65	364.77	500.22	634.92	860.87	1,243.81	1,764.64	2,466.32	1,382.68

ADRO	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Terminal
Net Income	3,190,835,225,039	4,611,149,153,842	7,473,444,649,053	11,667,579,207,532	15,999,858,297,844	20,308,574,318,077	27,535,864,919,143	39,784,413,354,737	56,443,655,778,948	78,887,740,526,834	44,226,435,982,234
Capital expenditure	3,004,907,444,282	3,453,417,671,985	5,062,417,790,637	7,260,803,986,188	9,888,609,161,799	14,121,873,017,109	19,650,747,509,660	26,992,222,599,530	37,658,293,207,363	52,499,597,440,476	29,758,437,720,021
Depr	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Change in WC	(2,431,353,789)	(1,012,350,471)	(2,121,544,519)	(2,705,674,699)	(3,197,201,346)	(5,094,882,112)	(6,862,032,045)	(9,813,792,104)	(13,433,892,768)	(18,478,441,085)	28,775,570,697
Debt Ratio	31%	27%	24%	23%	21%	19%	17%	15%	14%	14%	14%
FCFE	1,123,517,079,641	2,087,760,824,431	3,637,589,941,379	6,071,055,768,445	8,169,718,789,929	8,833,773,498,185	11,213,680,233,854	16,960,533,902,943	24,100,975,191,793	33,798,448,135,834	18,634,672,788,430
PV	972,079,979,847	1,562,879,101,477	2,356,029,370,346	3,402,150,347,625	3,961,126,459,849	3,705,784,659,194	4,070,093,697,521	5,326,207,462,886	6,548,404,451,248	7,945,476,715,632	
Terminal Value											33,012,168,083,471
Share	31,985,962,000	31,985,962,000	31,985,962,000	31,985,962,000	31,985,962,000	31,985,962,000	31,985,962,000	31,985,962,000	31,985,962,000	31,985,962,000	
PV/Share	30	49	74	106	124	116	127	167	205	1,280	
Value per share	2,278										
Market value	2,525										

Lampiran 5 : SKENARIO NORMAL ADRO

ADRO	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Terminal
Prod Growth	10%	6%	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%	1.70%
Prod	46,432,774	49,195,524	56,304,277	64,440,245	73,751,860	84,409,004	96,606,105	110,565,688	126,542,429	144,827,810	75,005,642
Sell	46,432,774	49,195,524	56,304,277	64,440,245	73,751,860	84,409,004	96,606,105	110,565,688	126,542,429	144,827,810	75,005,642
Average Price (usd)	70.41	83.01	102.44	124.79	143.41	171.16	202.13	241.11	286.51	338.53	402.74
Kurs	8.882	8.899	8.841	8.484	8.313	8.185	8.053	7.894	7.717	7.573	7.433
Average Price/ton	625.332	738.713	905.615	1,058.726	1,192.200	1,400.854	1,627.657	1,903.256	2,211.083	2,563.505	2,993.382
Revenue	29,035,921,928,070	36,341,371,422,949	50,990,001,517,266	68,224,553,651,044	87,926,990,088,821	118,244,664,855,719	157,241,617,088,605	210,434,831,637,296	279,795,854,028,620	371,266,830,992,100	224,520,558,578,222
Operating profit	7,234,260,240,041.03	9,054,402,991,057	12,704,089,146,189	16,998,054,241,052	21,906,889,335,279	29,460,496,542,241	39,176,533,860,430	52,429,550,520,375	69,710,754,393,879	92,500,623,212,368	55,938,990,124,643
OPM	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
EBIT	7,063,032,599,003	9,211,767,692,103	12,923,806,392,026	17,552,248,401,025	23,523,181,896,390	29,960,639,748,310	40,053,867,211,325	54,006,190,133,656	71,954,524,875,602	95,707,512,474,334	57,897,586,540,506
EBT	4,536,978,975,592	6,116,943,283,427	9,270,874,825,513	13,542,921,987,311	17,994,007,825,725	21,955,693,214,805	28,702,438,155,751	39,333,991,790,836	53,166,099,487,914	71,054,578,537,810	42,703,203,690,531
Tax	(1,134,244,743,898)	(1,529,235,820,857)	(2,317,718,706,378)	(3,385,730,496,828)	(4,498,501,956,431)	(5,488,923,303,701)	(7,175,609,538,938)	(9,833,497,947,709)	(13,291,524,871,979)	(17,763,644,634,452)	(10,675,800,922,633)
EAT	3,402,734,231,694	4,587,707,462,570	6,953,156,119,135	10,157,191,490,483	13,495,505,869,294	16,466,769,911,104	21,526,828,616,813	29,500,493,843,127	39,874,574,615,936	53,290,933,903,357	32,027,402,767,898
Extraordinary item											
Minority Interest	(311,888,751,247)	(255,775,299,597)	(259,940,552,378)	(232,915,106,449)	(434,590,674,009)	(620,237,000,520)	(964,523,206,942)	(1,119,788,195,184)	(1,407,609,718,568)	(1,863,491,022,625)	(1,187,141,699,201)
Pre-acquisition loss/ (income)											
Net Income	3,090,845,480,447	4,331,932,162,974	6,693,215,566,756	9,924,276,384,034	13,060,915,195,284	15,846,532,910,583	20,562,305,409,871	28,380,705,647,943	38,466,964,897,368	51,427,442,880,732	30,840,261,068,697
Share	31,985,962,000	31,985,962,000	31,985,962,000	31,985,962,000	31,985,962,000	31,985,962,000	31,985,962,000	31,985,962,000	31,985,962,000	31,985,962,000	31,985,962,000
EPS	96.63	135.43	209.25	310.27	408.33	495.42	642.85	887.29	1,202.62	1,607.81	964.18

ADRO	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Terminal
Net Income	3,090,845,480,447	4,331,932,162,974	6,693,215,566,756	9,924,276,384,034	13,060,915,195,284	15,846,532,910,583	20,562,305,409,871	28,380,705,647,943	38,466,964,897,368	51,427,442,880,732	30,840,261,068,697
Capital expenditure	2,910,744,033,549	3,244,304,312,514	4,533,900,383,675	6,175,936,263,001	8,072,214,344,484	11,019,125,322,130	14,674,123,112,254	19,255,237,410,452	25,664,536,127,419	34,224,836,845,380	20,751,344,029,862
Depr	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Change in WC	(2,322,159,544)	(849,244,822)	(1,702,875,814)	(2,003,484,408)	(2,290,371,336)	(3,524,372,911)	(4,533,322,662)	(6,183,611,568)	(8,063,088,950)	(10,633,329,761)	17,058,979,334
Debt Ratio	31%	27%	24%	23%	21%	19%	17%	15%	14%	14%	14%
FCFE	1,088,287,214,074	1,961,267,104,100	3,257,675,372,845	5,163,723,684,982	6,668,806,218,865	6,892,519,070,106	8,373,283,330,914	12,098,316,384,539	16,424,138,132,056	22,032,219,309,779	12,997,032,615,687
PV	941,598,692,441	1,468,187,032,511	2,109,962,634,922	2,893,691,805,832	3,233,401,962,588	2,891,424,761,847	3,039,149,235,754	3,799,299,207,468	4,462,553,834,274	5,179,423,765,731	
Terminal Value											23,024,832,803,171
Share	31,985,962,000	31,985,962,000	31,985,962,000	31,985,962,000	31,985,962,000	31,985,962,000	31,985,962,000	31,985,962,000	31,985,962,000	31,985,962,000	
PV/Share	29	46	66	90	101	90	95	119	140	882	
Value per share	1,658										
Market value	2,525										

Lampiran 6 : SKENARIO PESIMIS ADRO

ADRO	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Terminal
Prod Growth	9%	5%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	1.70%
Prod	45,797,708	48,113,927	54,023,520	60,658,959	68,109,395	76,474,932	85,867,965	96,414,698	108,256,833	121,553,479	69,267,255
Sell	45,797,708	48,113,927	54,023,520	60,658,959	68,109,395	76,474,932	85,867,965	96,414,698	108,256,833	121,553,479	69,267,255
Average Price (usd)	69.24	79.78	95.65	113.39	127.77	148.78	171.66	199.80	231.78	267.55	310.69
Kurs	8,866	8,885	8,818	8,409	8,214	8,068	7,919	7,739	7,540	7,377	7,221
Average Price/ton	613,851	708,835	843,433	953,479	1,049,532	1,200,397	1,359,344	1,546,284	1,747,661	1,973,842	2,243,363
Revenue	28,112,979,371,136	34,104,827,686,270	45,565,203,219,286	57,837,070,696,018	71,482,957,186,940	91,800,314,738,559	116,724,096,035,950	149,084,524,165,710	189,196,203,484,736	239,927,369,344,692	155,391,579,949,834
Operating profit	7,004,310,364,159,28	8,497,171,177,669	11,352,508,068,979	14,410,027,068,304	17,809,881,025,961	22,871,922,874,761	29,081,648,900,264	37,144,205,313,997	47,137,975,361,243	59,777,575,957,386	38,715,599,637,340
OPM	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
EBIT	6,838,525,404,681	8,644,851,240,444	11,548,849,717,527	14,879,842,773,858	19,123,895,890,234	23,260,213,575,128	29,732,913,776,583	38,261,190,390,555	48,655,198,903,052	61,849,995,145,351	40,071,152,079,720
EBT	4,392,765,508,327	5,740,490,479,020	8,284,551,537,070	11,480,953,622,901	14,628,783,377,305	17,045,500,952,467	21,306,484,948,383	27,866,534,280,703	35,950,583,371,318	45,918,290,257,487	29,555,058,710,044
Tax	(1,098,191,377,082)	(1,435,122,619,755)	(2,071,137,884,267)	(2,870,238,405,725)	(3,657,195,844,326)	(4,261,375,238,117)	(5,326,621,237,096)	(6,966,633,570,176)	(8,987,645,842,830)	(11,479,572,564,372)	(7,388,764,677,511)
EAT	3,294,574,131,245	4,305,367,859,265	6,213,413,652,802	8,610,715,217,176	10,971,587,532,978	12,784,125,714,350	15,979,863,711,287	20,899,900,710,527	26,962,937,528,489	34,438,717,693,115	22,166,294,032,533
Extraordinary item											
Minority Interest	(301,974,982,975)	(240,034,213,834)	(232,285,619,565)	(197,452,775,532)	(353,313,885,903)	(481,526,603,587)	(715,987,926,864)	(793,324,417,571)	(951,816,872,576)	(1,204,261,898,810)	(821,625,535,903)
Pre-acquisition loss/ (income)											
Net Income	2,992,599,148,270	4,065,333,645,431	5,981,128,033,237	8,413,262,441,643	10,618,273,647,075	12,302,599,110,763	15,263,875,784,423	20,106,576,292,956	26,011,120,655,913	33,234,455,794,305	21,344,668,496,630
Share	31,985,962,000	31,985,962,000	31,985,962,000	31,985,962,000	31,985,962,000	31,985,962,000	31,985,962,000	31,985,962,000	31,985,962,000	31,985,962,000	31,985,962,000
EPS	93.56	127.10	186.99	263.03	331.97	384.62	477.21	628.61	813.20	1,039.03	667.31

ADRO	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Terminal
Net Income	2,992,599,148,270	4,065,333,645,431	5,981,128,033,237	8,413,262,441,643	10,618,273,647,075	12,302,599,110,763	15,263,875,784,423	20,106,576,292,956	26,011,120,655,913	33,234,455,794,305	21,344,668,496,630
Capital expenditure	2,818,222,447,785	3,044,641,278,184	4,051,541,208,294	5,235,623,293,108	6,562,555,499,826	8,554,797,579,658	10,892,941,621,383	13,641,552,991,488	17,354,198,532,934	22,117,448,651,743	14,362,088,511,193
Depr	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Change in WC	(2,214,869,201)	(696,541,145)	(1,332,247,192)	(1,426,581,611)	(1,586,308,748)	(2,361,854,764)	(2,897,342,897)	(3,761,839,164)	(4,662,907,598)	(5,897,403,019)	9,827,127,194
Debt Ratio	31%	27%	24%	23%	21%	19%	17%	15%	14%	14%	14%
FCFE	1,053,671,613,353	1,840,492,148,128	2,910,949,459,716	4,377,314,825,129	5,421,393,205,592	5,350,765,234,108	6,215,293,509,447	8,570,641,770,916	11,105,221,171,035	14,237,257,973,812	8,996,999,110,130
PV	911,648,874,088	1,377,775,979,452	1,885,391,848,232	2,452,997,258,134	2,628,587,914,481	2,244,656,117,070	2,255,889,807,226	2,691,484,620,897	3,017,366,690,343	3,346,952,536,718	
Terminal Value										15,938,592,012,995	
Share	31,985,962,000	31,985,962,000	31,985,962,000	31,985,962,000	31,985,962,000	31,985,962,000	31,985,962,000	31,985,962,000	31,985,962,000	31,985,962,000	
PV/Share	29	43	59	77	82	70	71	84	94	603	
Value per share	1,212										
Market value	2,525										