

Yayasan Mercu Buana
UNIVERSITAS MERCU BUANA
Pusat - Jakarta Pusat

Sumber : Sumbangan
Tanggal : 02/12/14
No. Reg. : 1. 112131303
2. 11/51/13/702 228



MERCU BUANA

**PENILAIAN HARGA WAJAR SAHAM
PT. KIMIA FARMA (PERSERO) Tbk DAN
PT. INDOFARMA (PERSERO) Tbk
MENJELANG AKUISISI**

TESIS

Oleh

Lestari Puji Astuti

55110120102

UNIVERSITAS MERCU BUANA
PROGRAM PASCASARJANA
PROGRAM MAGISTER MANAJEMEN
2013





MERCU BUANA

**PENILAIAN HARGA WAJAR SAHAM
PT. KIMIA FARMA (PERSERO) Tbk DAN
PT. INDOFARMA (PERSERO) Tbk
MENJELANG AKUISISI**

TESIS

**Diajukan sebagai Salah Satu Syarat untuk Menyelesaikan
Program Pascasarjana Program Studi Magister Manajemen**

Oleh

Lestari Puji Astuti

55110120102

**UNIVERSITAS MERCU BUANA
PROGRAM PASCASARJANA
PROGRAM MAGISTER MANAJEMEN
2013**



ABSTRACT

Regrouping pharmaceutical companies in Indonesia among PT. Kimia Farma (Persero) Tbk and PT. Indofarma (Persero) Tbk will be carried out by the government through inbreng scheme. In order to take acquisitions, a fair price must be counted for, so the public interests not be harmed

For the fair price of shares, the calculating are using three (3) of valuation methods that are free cash flow to equity, relative valuation methods and gordon growth models.

After doing the calculations with those methods, a fair price for the shares of PT. Kimia Farma (Persero) Tbk and PT. Indofarma (Persero) Tbk its obtained. To get a fair price to the value of the reference shares, reconciliation should be done. Based on the results of the reconciliation, the fair prices for the shares of PT. Kimia Farma (Persero) Tbk is 693 rupiahs and PT. Indofarma (Persero) Tbk is 404 rupiahs with a value range of 7.5 per cent of the fair price.

Keywords: Acquisitions, free cash flow to equity, relative valuation, gordon growth models



ABSTRAK

Regrouping Badan Usaha Milik Negara di bidang farmasi antara PT. Kimia Farma (Persero) Tbk dan PT. Indofarma (Persero) Tbk akan dilakukan oleh pemerintah dengan cara akuisisi melalui skema inbreng, dimana PT. Kimia Farma (Persero) Tbk akan mengakuisisi PT. Indofarma (Persero) Tbk. Dalam rangka akuisisi tersebut perlu diketahui berapa harga/nilai wajar sahamnya agar kepentingan pemegang saham publik tidak dirugikan.

Untuk menghitung harga wajar sahamnya digunakan 3 (tiga) metode penilaian harga saham yaitu metode *Free Cash Flow to Equity*, metode *Relative Valuation* dan metode *Gordon Growth Model*.

Perhitungan dengan metode – metode diatas, menghasilkan beberapa harga wajar saham untuk PT. Kimia Farma (Persero) Tbk dan PT. Indofarma (Persero) Tbk. Untuk mendapatkan satu harga wajar saham yang menjadi nilai acuan, maka perlu dilakukan rekonsiliasi nilai. Berdasarkan hasil rekonsiliasi, maka harga wajar saham per lembarnya pada tanggal 31 Desember 2012 untuk PT. Kimia Farma (Persero) Tbk adalah sebesar Rp693,- dan PT. Indofarma (Persero) Tbk sebesar Rp404,- dengan rentang nilai sebesar 7,5 persen dari harga wajarnya. Harga pasar untuk KAEF pada tanggal 31 Desember 2012 adalah Rp720,- dan untuk INAF adalah Rp315,-

Kata kunci : Akuisisi, *free cash flow to equity*, *relative valuation*, *gordon growth model*



PENGESAHAN

Judul : Penilaian Harga Wajar Saham PT. Kimia Farma
(Persero) Tbk dan PT. Indofarma (Persero) Tbk
Menjelang Akuisisi

Bentuk Karya Akhir : Riset Bisnis

Nama : Lestari Puji Astuti

N I M : 55110120102


Program : Pascasarjana Program Magister Manajemen

Tanggal : Agustus 2013

Mengesahkan

**Ketua Program Studi
Magister Manajemen**

Direktur Program Pascasarjana

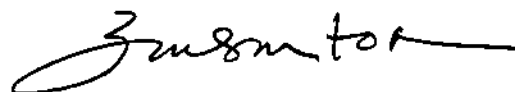


Dr. Augustina Kurniasih, ME



Prof. Dr. Didik J. Rachbini

Pembimbing



Bambang Santoso Marsoem Ph. D



SURAT PERNYATAAN

Saya yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan dengan yang sebenarnya bahwa semua pernyataan dalam karya akhir ini :

Judul : Penilaian Harga Wajar Saham PT. Kimia Farma
(Persero) Tbk dan PT. Indofarma (Persero) Tbk
Menjelang Akuisisi

Bentuk Karya Akhir : Riset Bisnis

Nama : Lestari Puji Astuti

N I M : 55110120102

Program : Pascasarjana Program Magister Manajemen

Tanggal : Agustus 2013

Merupakan hasil studi pustaka, penelitian lapangan dan karya sendiri dengan bimbingan Komisi Dosen Pembimbing yang ditetapkan dengan Surat Keputusan Ketua Program Studi Magister Manajemen Universitas Mercu Buana.

Karya ilmiah ini belum pernah diajukan untuk memperoleh gelar kesarjanaan pada program sejenis di perguruan tinggi lain. Semua informasi, data, dan hasil pengolahan yang digunakan, telah dinyatakan secara jelas sumbernya dan dapat diperiksa kebenarannya.

Jakarta, Agustus 2013



Lestari Puji Astuti



KATA PENGANTAR

Dengan mengucapkan Alhamdulillah Robbil Alamiin, puji syukur penulis panjatkan kehadiran Allah SWT Tuhan Yang Maha Kuasa atas segala berkah dan karunia-Nya yang telah memberikan kesempatan kepada penulis untuk menyelesaikan penyusunan Tesis ini. Penulis menyadari bahwa Tesis ini jauh dari sempurna dan tidak akan terwujud tanpa keterlibatan serta bantuan dari berbagai pihak. Oleh karena itu penulis mengucapkan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada :

1. Bapak Bambang Santoso Marsoem Ph D, selaku dosen pembimbing, yang telah membimbing dengan penuh kesabaran dan mengarahkan penulis dalam menyusun Tesis ini. Semoga Allah memberikan keberkahan dan kesehatan kepadanya;
2. Bapak Dr. Agustinus Yohanes, selaku dosen penelaah proposal, yang telah memberikan masukan dan saran dalam penyusunan Tesis ini;
3. Bapak Matrodji Mustafa Ph. D, selaku dosen penguji Tesis, yang telah memberikan masukan guna kesempurnaan Tesis ini;
4. Ibu Dr. Augustina Kurniasih, ME, selaku ketua sidang Tesis, yang telah memberikan saran dan masukan demi kesempurnaan Tesis ini;



5. Kedua orang tua tercinta yang telah memberikan doa, dukungan, kasih sayang dan pengorbanannya, semoga Allah memberikan balasan yang berlipat ganda;
6. Suami tercinta, Ruslan, yang selalu dengan setia memberikan motivasi, doa, dan cinta, kesabaran dan ketulusannya, serta bidadari – bidadari mama yang cantik dan juga jagoan mama yang memberikan warna dan canda tawa, semoga menjadi anak yang sholeha dan sholeh;
7. Adikku tersayang dan keponakan-keponakanku yang lucu, yang memberikan inspirasi dan dukungan semangatnya;
8. Bapak Nurbiyanto dan keluarga, yang memberikan bantuan dan juga dukungannya, semoga Allah memberikan berkah dan rahmat Nya.
9. Teman teman angkatan XVII program Magister Manajemen Pascasarjana Universitas Mercu Buana yang memberikan keceriaan, kebersamaan, semangat dan dukungannya,
10. Semua pihak yang tidak dapat disebutkan satu persatu, yang telah membantu selama masa perkuliahan.

Akhirnya dengan segala kerendahan hati penulis berharap mengucapkan banyak terima kasih dan semoga Tesis ini bermanfaat bagi kita bersama.

Jakarta, Agustus 2013

Lestari Puji Astuti



DAFTAR ISI

<i>ABSTRACT</i>	i
ABSTRAK	ii
PENGESAHAN.....	iii
PERNYATAAN	iv
KATA PENGANTAR.....	v
DAFTAR ISI	vii
DAFTAR TABEL.....	xi
DAFTAR GAMBAR	xii
DAFTAR SINGKATAN.....	xiii
DAFTAR LAMPIRAN	xv
BAB I PENDAHULUAN	
1.1. Latar Belakang Masalah	1
1.2. Identifikasi Masalah	6
1.3. Rumusan Masalah	7
1.4. Maksud Dan Tujuan Penelitian.....	7
1.5. Manfaat dan Kegunaan Penelitian.....	7
BAB II DESKRIPSI PERUSAHAAN	
2.1. PT. KIMIA FARMA (PERSERO) Tbk	
2.1.1. Sejarah Perusahaan	8
2.1.2. Visi dan Misi	10

2.1.3. Budaya Perusahaan	10
2.1.4. Maksud dan Tujuan Perusahaan	11
2.1.5. Lingkup Bidang Usaha	13
2.1.6. Strategi Perusahaan	13
2.1.7. Sumber Daya Manusia	16
2.1.8. Kinerja Perusahaan	21
2.2. PT. INDOFARMA (PERSERO) Tbk	
2.2.1. Sejarah Perusahaan	23
2.2.2. Visi dan Misi	26
2.2.3. Nilai Dasar Perusahaan	26
2.2.4. Produk PT Indofarma (Persero) Tbk	27
2.2.5. Strategi Perusahaan	28
2.2.6. Sumber Daya Manusia	30
2.2.7. Kinerja Perusahaan	34
2.3. <i>Regrouping</i> Perusahaan Farmasi	35
BAB III KAJIAN PUSTAKA	
3.1. Akuisisi/Pengambilalihan	37
3.2. <i>Inbreg</i>	39
3.3. Teori dan Nilai Harga	39
3.4. Nilai Wajar	40
3.5. Pendekatan dalam Penilaian	40
3.5.1. Metode <i>Free Cash Flow to Equity</i>	41
3.5.2. Metode <i>Relative Valuation</i>	43

3.5.3. Metode <i>Gordon Growth Model</i>	44
3.6. Penelitian Terdahulu	45
BAB IV METODOLOGI PENELITIAN	
4.1. Objek Penelitian	52
4.2. Metode Penelitian	52
4.2.1. Metode <i>Free Cash Flow to equity</i>	54
4.2.2. Metode <i>Relative Valuation</i>	58
4.2.3. Metode <i>Gordon Growth Model</i>	61
4.3. Cara Rekonsiliasi.....	63
BAB V HASIL DAN ANALISIS	
5.1. Perekonomian Indonesia	65
5.2. Industri Farmasi	67
5.3. Perhitungan Estimasi Nilai Wajar Saham	68
5.3.1. Metode <i>Free Cash Flow to Equity</i>	68
5.3.1.1. Penentuan Periode Proyeksi Laporan Keuangan	68
5.3.1.2. Estimasi Tingkat Pertumbuhan	69
5.3.1.3. Proyeksi Laporan Keuangan	73
5.3.1.4. Proyeksi <i>Free Cash Flow To Equity</i>	76
5.3.1.5. Estimasi Biaya Modal (<i>Cost Of Capital</i>)	77
5.3.1.6. Estimasi Nilai Wajar Saham	80
5.3.2. Metode <i>Relative Valuation</i>	83
5.3.2.1. Penentuan Perusahaan Pembanding	83
5.3.2.2. Penentuan Multiple/Faktor Pengali	85

5.3.2.3. Estimasi Besaran Multiple/Faktor Pengali.....	86
5.3.2.4. Estimasi Nilai Wajar Ekuitas	87
5.3.3. Metode <i>Gordon Growth Model</i>	90
5.3.3.1. Estimasi <i>Cost of Equity</i>	90
5.3.3.2. Estimasi Tingkat Pertumbuhan (<i>growth</i>)	91
5.3.3.3. Estimasi Nilai Wajar Saham	92
5.3.4. Rekonsiliasi Nilai	93
 BAB VI KESIMPULAN DAN SARAN	
6.1. Kesimpulan	98
6.2. Saran.....	99
DAFTAR PUSTAKA	101
LAMPIRAN	104
RIWAYAT HIDUP	149

DAFTAR TABEL

Tabel 2.1 Jenis Produk PT. Kimia Farma (Persero) Tbk	13
Tabel 2.2 Jumlah Sumber Daya Manusia PT. Kimia Farma (Persero) Tbk.....	17
Tabel 2.3 Laporan Laba Rugi PT Kimia Farma (Persero) Tbk 2012	21
Tabel 2.4 Neraca PT Kimia Farma (Persero) Tbk 2012	22
Tabel 2.5 Komposisi Pegawai PT. Indofarma (Persero) Tbk Berdasarkan Tingkat Pendidikan	31
Tabel 2.6 Laporan Laba Rugi PT. Indofarma (Persero) Tbk	34
Tabel 2.7 Neraca PT. Indofarma (Persero) Tbk	35
Tabel 5.1 Perkembangan Indikator Makro Ekonomi Indonesia.....	66
Tabel 5.2 Proyeksi Penjualan Bersih	72
Tabel 5.3 Hasil Perhitungan <i>Free Cash Flow to Equity</i>	79
Tabel 5.4 Estimasi Nilai Wajar Ekuitas PT. Kimia Farma (Persero) Tbk	81
Tabel 5.5 Estimasi Nilai Wajar Ekuitas PT. Indofarma (Persero) Tbk.....	82
Tabel 5.6 Estimasi Nilai Wajar Saham Setelah Rekonsiliasi	94



DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1 Grafik Pergerakan Harga Saham Harian KAEF.....	9
Gambar 2.2 Struktur Organisasi PT Kimia Farma (Persero) Tbk.....	19
Gambar 2.3 Grafik Pergerakan Harga Saham Harian INAF.....	25
Gambar 2.4 Struktur Organisasi PT. Indofarma (Persero) Tbk.....	33



DAFTAR SINGKATAN

ASEAN	: <i>Association of the South East Asian Nation</i>
BAPEPAM-LK	: Badan Pengawas Penanaman Modal - Lembaga Keuangan
BMI	: <i>Business Monitor International</i>
BRI	: Bank Rakyat Indonesia
BUMN	: Badan Usaha Milik Negara
CAPM	: <i>Capital Asset Pricing Model</i>
c- GMP	: <i>current- Good Manufacturing Practise</i>
DBS	: <i>The Development Bank of Singapore</i>
DDM	: <i>Dividend Discount Model</i>
DPR	: <i>Dividend Payout Ratio</i>
ERP	: <i>Enterprise Resource Planning</i>
FCFE	: <i>Free Cash Flow to Equity</i>
GCG	: <i>Good Corporate Governance</i>
IHSG	: Indeks Harga Saham Gabungan
IPOs	: <i>Initial Public Offerings</i>
KFTD	: Kimia Farma Trading & Distribution
KPUP	: Konsep dan Prinsip Umum Penilaian
KSKM	: Kepemilikan Saham Karyawan Manajemen
OAI	: Obat Asli Indonesia
OGB	: Obat Generik Berlogo
OTC	: <i>Over The Counter</i>

PBV	:	<i>Price to Book Value</i>
PER	:	<i>Price Earning Ratio</i>
PDB	:	Produk Domestik Bruto
PNF	:	Perusahaan Negara Farmasi
PS	:	<i>Price to Sales</i>
PSAK	:	Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan
ROE	:	<i>Return On Equity</i>
SDM	:	Sumber Daya Manusia
SJSN	:	Sistem Jaminan Sosial Nasional
SPI	:	Satuan Pengawas Internal
SUN	:	Surat Utang Negara
TBK	:	Perusahaan Terbuka

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1	: PT. Kimia Farma (Persero) Tbk Laporan Laba Rugi.....	104
Lampiran 2	: PT. Indofarma (Persero) Tbk Laporan Laba Rugi.....	105
Lampiran 3	: PT Kimia Farma (Persero) Tbk Laporan Keuangan Konsolidasian Tahun 2007 – 2012.....	107
Lampiran 4	: PT Indofarma (Persero) Tbk Laporan Keuangan Konsolidasian Tahun 2007 – 2012.....	109
Lampiran 5	: PT. Kimia Farma (Persero) Tbk Pertumbuhan Penjualan Bersih Tahun 2007 – 2012.....	111
Lampiran 6	: PT. Indofarma (Persero) Tbk Pertumbuhan Penjualan Bersih Tahun 2007 – 2012.....	112
Lampiran 7	: Proyeksi Laporan Laba Rugi PT. Kimia Farma (Persero) Tbk.....	113
Lampiran 8	: Proyeksi Laporan Laba Rugi PT. Indofarma (Persero) Tbk.....	115
Lampiran 9	: Laporan Perubahan Ekuitas PT. Kimia Farma (Persero) Tbk....	117
Lampiran 10	: Laporan Perubahan Ekuitas PT. Indofarma (Persero) Tbk.....	120
Lampiran 11	: Proyeksi Laporan Keuangan Konsolidasian PT. Kimia Farma (Persero) Tbk.....	123
Lampiran 12	: Proyeksi Laporan Keuangan Konsolidasian PT. Indofarma (Persero) Tbk.....	124
Lampiran 13	: Hasil Perhitungan <i>Free Cash Flow to Equity</i> PT. Kimia Farma (Persero) Tbk.....	125
Lampiran 14	: Hasil Perhitungan <i>Free Cash Flow to Equity</i> PT. Indofarma (Persero) Tbk.....	126
Lampiran 15	: Laporan Keuangan Konsolidasian PT. Kalbe Farma Tbk.....	127
Lampiran 16	: Laporan Keuangan Konsolidasian PT. Tempo Scan Pacific Tbk.....	129

Lampiran 17: Laporan Laba Rugi PT. Kalbe Farma Tbk.....	132
Lampiran 18: Laporan Laba Rugi PT Tempo Scan Pacific Tbk.....	135
Lampiran 19: Pertumbuhan Penjualan Bersih PT. Kalbe Farma Tbk.....	138
Lampiran 20: Pertumbuhan Penjualan Bersih PT. Tempo Scan Pacific Tbk.....	139
Lampiran 21: Kinerja Keuangan Perusahaan Pembanding.....	140
Lampiran 22: Ringkasan Laporan Keuangan PT. Kalbe Farma Tbk.....	141
Lampiran 23: Ringkasan Laporan Keuangan PT. Tempo Scan Pacific Tbk....	142
Lampiran 24: Ringkasan Laporan Keuangan PT. Kimia Farma (Persero) Tbk.....	143
Lampiran 25: Ringkasan Laporan Keuangan PT. Indofarma (Persero) Tbk.....	144
Lampiran 26: Perhitungan <i>PER</i> , <i>PBV</i> dan <i>P/S Ratio</i>	145
Lampiran 27: Estimasi Nilai Wajar Ekuitas PT. Kimia Farma (Persero) Tbk.....	146
Lampiran 28: Estimasi Nilai Wajar Ekuitas PT. Indofarma (Persero) Tbk.....	147
Lampiran 29: Pertumbuhan Dividen PT. Kimia Farma (Persero) Tbk.....	148