

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Gambaran Umum Objek Penelitian

Objek penelitian dalam penelitian ini adalah Garuda Indoensia Airlines dengan kode emiten GIAA. PT Garuda Indonesia Tbk merupakan satu-satunya perusahaan maskapai penerbangan berjadwal yang *listing* di Bursa Efek Indonesia (BEI).

1.1.1 Profil Perusahaan Garuda Indonesia

Maskapai penerbangan milik pemerintah pertama kali didirikan pada tanggal 31 Maret 1950. Pada tahun 1956, untuk pertama kalinya maskapai tanah air membawa penumpang jamaah Haji ke Mekkah sebagai manifestasi dari perkembangan Perseroan dan memasuki kawasan Eropa pada tahun 1965 dengan tujuan akhir di Amsterdam. Dua dekade berikutnya menandai titik penting dalam sejarah Perseroan di mana terjadi revitalisasi dan restrukturisasi terhadap seluruh struktur Perseroan dan kegiatan operasional guna memasuki era persaingan terbuka industri penerbangan baik di kalangan nasional maupun internasional.

Pertumbuhan bisnis Perseroan meningkat secara signifikan di era 90-an dan awal milenium, di mana masa tersebut merupakan momentum kolektif yang digunakan dengan baik oleh Garuda Indonesia dalam menyusun strategi jangka panjang sebagai tolok ukur prestasi Perseroan beberapa tahun ke depannya. Manajemen baru tersebut membawa Perseroan mengkritisi faktor internal secara konsisten melalui pembaharuan, standardisasi evaluasi, langkah strategis serta peningkatan efisiensi. Pada tahun 2008, Garuda Indonesia menorehkan sejarah baru di industri penerbangan dengan berhasil menjadi satusatunya maskapai Indonesia yang memperoleh sertifikasi IATA *Operational Safety Audit* (IOSA) Operator. Prestasi yang diraih merupakan refleksi dari Perseroan dalam bersungguh-sungguh menerapkan Nilai-Nilai Perusahaan yang telah menjadi landasan penyusunan pola strategi terhadap penyempurnaan diri. Pada tanggal 11 Februari 2011, kredibilitas Garuda Indonesia berhasil membawa Perseroan menuju ke langkah baru dengan

menjadi perusahaan publik setelah melakukan penawaran umum perdana (Initial Public Offering) atas 6.335.738.000 saham Garuda Indonesia kepada masyarakat. Saham tersebut telah dicatatkan pada Bursa Efek Indonesia pada 11 Februari 2011 dengan kode GIAA.

1.1.2 Bisnis Perusahaan

Perseroan mencakup kegiatan usaha utama sesuai ketentuan dan peraturan perundang-undangan yang berlaku seperti dijabarkan berikut ini:

1. Angkutan udara niaga berjadwal untuk penumpang, barang dan pos dalam negeri dan luar negeri;
2. Jasa angkutan udara niaga tidak berjadwal untuk penumpang, barang dan pos dalam negeri dan luar negeri;
3. Reparasi dan pemeliharaan pesawat udara, baik untuk keperluan sendiri maupun untuk pihak ketiga;
4. Jasa penunjang operasional angkutan udara niaga, meliputi catering dan ground handling baik untuk keperluan sendiri maupun untuk pihak ketiga;
5. Jasa layanan sistem informasi yang berkaitan dengan industri penerbangan, baik untuk keperluan sendiri maupun untuk pihak ketiga;
6. Jasa layanan konsultasi yang berkaitan dengan industri penerbangan;
7. Jasa layanan pendidikan dan pelatihan yang berkaitan dengan industri penerbangan, baik untuk keperluan sendiri maupun untuk pihak ketiga;
8. Jasa layanan kesehatan personil penerbangan, baik untuk keperluan sendiri maupun untuk pihak ketiga.

Selain delapan kegiatan usaha utama juga terdapat 7 (tujuh) entitas anak yang dimiliki oleh Garuda Indonesia hingga tahun 2017. Fokus dari ketujuh entitas anak merupakan produk/jasa pendukung bisnis perusahaan induk yang mana tanggung jawab tersebut dioperasikan oleh PT Aero Wisata, PT Sabre Travel Network Indonesia, PT Garuda Maintenance Facility Aero Asia Tbk, PT Aero Systems Indonesia, PT Citilink Indonesia, PT Gapura Angkasa, dan Garuda

Indonesia (GIH) France. Dalam menjalankan kegiatan operasionalnya, Garuda Indonesia didukung oleh SDM unggul sebanyak 7.645 orang karyawan, termasuk 130 orang siswa yang tersebar di kantor pusat dan kantor cabang. Sebagai maskapai milik pemerintah, Garuda Indonesia terus berevolusi dari sebuah maskapai nasional pertama menjadi salah satu maskapai kelas dunia kebanggaan Indonesia yang melayani berbagai destinasi. Keuntungan ekspansi destinasi yang diperoleh dari transformasi ini bukan hanya akses yang lebih besar, tetapi juga frekuensi penerbangan dan konektivitas rute secara global.

Komposisi saham Garuda Indonesia sebesar 60.5% dimiliki oleh Pemerintah Indonesia. PT Trans Airways memiliki saham sebesar 25.6%. Sementara sisanya sebesar 13.9% dimiliki oleh publik.



Gambar 1.1 Struktur Pemegang Saham

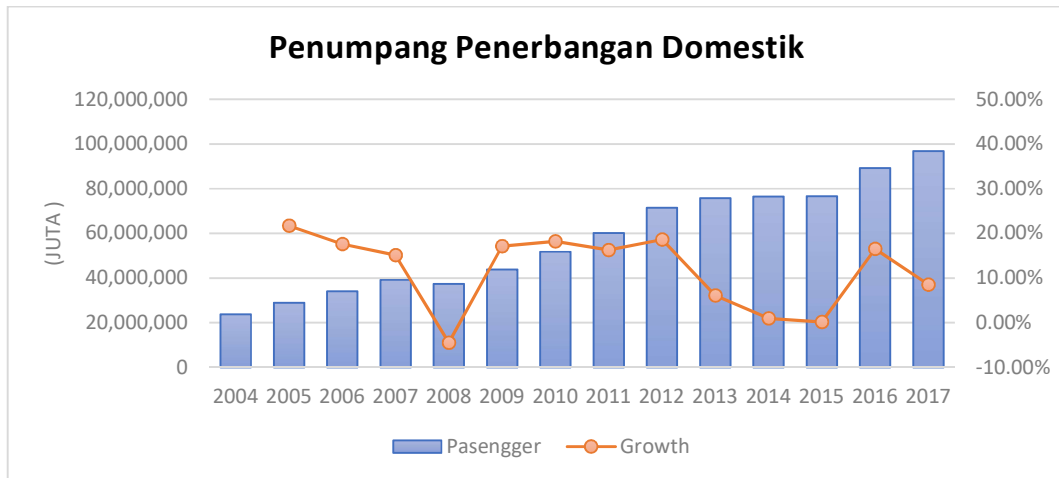
sumber: Garuda Indonesia

1.2 Latar Belakang Penelitian

PT. Garuda Indonesia bersama Mandala Air, Merpati Nusantara Airlines, Sempati Air, dan Bouraq Indonesia Airlines merupakan maskapai penerbangan yang sudah lama berdiri dan beroperasi di Indonesia yakni zaman orde baru. Mandala Air berdiri pada tahun 1969 dan Merpati Nusantara Airlines lebih dulu lagi pada tahun 1962. Sempati Air mulai beroperasi tahun 1969 dan Bouraq pada tahun 1970. Namun karena berbagai macam permasalahan dan hutang akhirnya Mandala Air dan Merpati Nusantara Airlines berhenti beroperasi pada tahun 2014.

Bahkan untuk Sempati Air dan Bouraq lebih duluan lagi berhenti beroperasi karena terkena krisis finansial asia pada tahun 1997. Sempati Air terpaksa berhenti beroperasi pada tahun 1998 dan Bouraq walupun sempat melakukan restrukturisasi akhirnya menyerah pada tahun 2005. Sehingga PT. Garuda Indonesia saat ini menjadi satu-satunya maskapai penerbangan dari zaman orde baru yang masih beroperasi di Indonesia. Eksistensi Garuda Indonesia untuk tetap menghiasi langit Indonesia kembali diuji karena belakangan ini kondisi keuangan Garuda Indonesia mengalami pasang surut. Bahkan pemerintah pada tahun 2016 harus turun tangan untuk menyuntikkan dana segar melalui Penyertaan Modal Negara (PMN). Dibandingkan dengan maskapai lain seperti Lion Air, Sriwijaya Air, Indonesia Air Asia yang baru pada tahun 2000an mulai beroperasi, Garuda Indonesia sudah beroperasi lebih dari 5 dekade sudah mengalami beberapa kali pergantian rezim kepemimpinan di Indonesia. Tentu harusnya Garuda Indonesia memiliki pengalaman yang lebih baik dan lebih tahan banting dalam menghadapi persaingan di Indisutri Penerbangan yang terkenal dengan *high cost* serta ketergantungan yang tinggi terhadap faktor eksternal seperti kenaikan bahan bakar avtur dan kurs dollar.

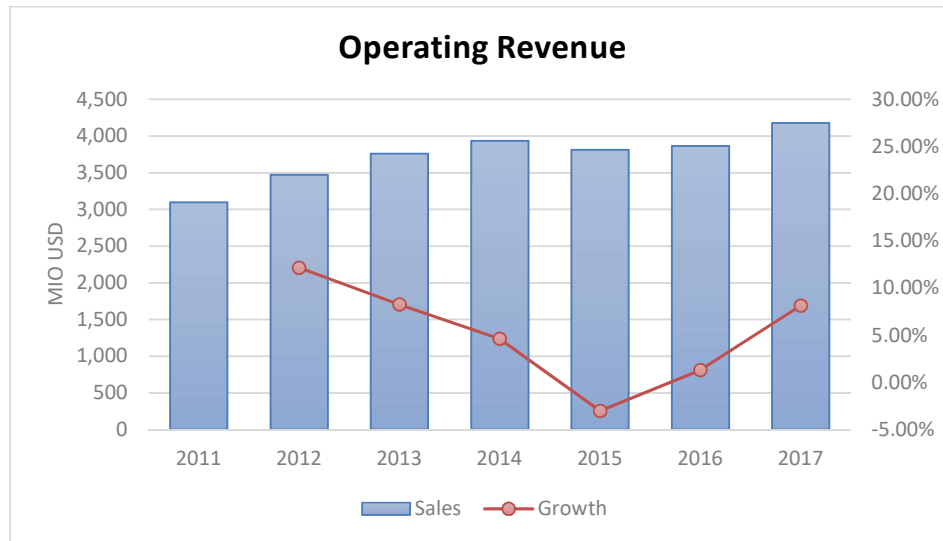
Saat ini Garuda Indonesia merupakan perusahaan dengan sertifikasi dari skytrax sebagai 5 Stars Airlines, dimana hanya ada 12 penerbangan di dunia yang masuk ke kategori tersebut. Predikat maskapai bintang lima sejak tahun 2014 dan penghargaan *The World's Best Cabin Crew* dari Skytrax selama tiga tahun berturut-turut berhasil diperoleh oleh maskapai milik BUMN tersebut. Namun penghargaan dan reputasi sebagai 5 star airlines ternyata tidak menular ke harga saham Garuda Indonesia (GIAA). Walaupun secara *operating revenue* Garuda Indonesia hampir selalu mengalami pertumbuhan tiap tahunnya. Sejak 2012 hingga akhir 2017 terlihat harga saham GIAA mengalami tren penurunan yang cukup signifikan.



Gambar 1.2 Jumlah penumpang penerbangan domestik berjadwal.
 sumber: Badan Pusat Statistik

Berdasarkan data dari Badan Pusat Statistik (BPS) terlihat jumlah penumpang penerbangan berjadwal domestik dari tahun 2004 hingga 2017 terlihat selalu mengalami peningkatan dan tumbuh hampir setiap tahun selalu mengalami pertumbuhan yang positif. Tingginya volume trafik penerbangan di Indonesia dari tahun ke tahun secara tidak langsung juga ikut meningkatkan pendapatan operasional Garuda Indonesia.

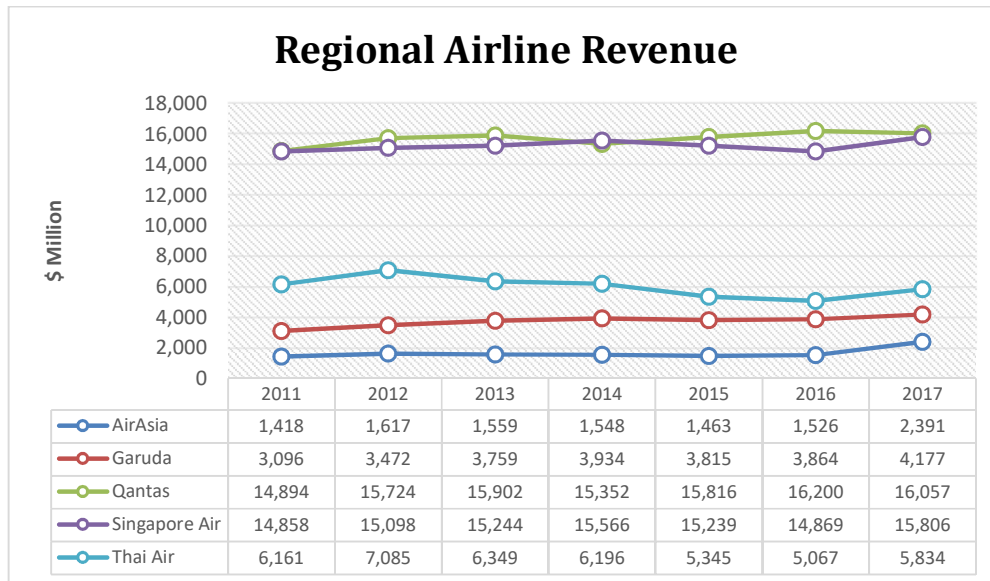
Sepanjang 2011 hingga 2014 jumlah pendapatan usaha GIAA selalu mengalami pertumbuhan yang positif. Pada tahun 2012 pertumbuhan jumlah pendapatan usaha mencapai 12.14% tumbuh dari \$3096 juta menjadi \$3759 juta. Pada tahun 2013 pertumbuhannya masih berlanjut namun agak menurun sebesar 8.27% pendapatan usaha naik menjadi \$3472 juta. Pelemahan pertumbuhan kemudian terjadi lagi di tahun berikutnya tumbuh hanya sebesar 4.63%.



Gambar 1.3 *Operating Revenue* Garuda Indonesia
sumber: Garuda Indonesia

Puncaknya pada tahun 2015 pertumbuhannya negatif sehingga pendapatan usaha mengalami penurunan sebesar 3.03% pendapatan usaha menurun dari \$3933 juta menjadi \$3814 juta. Namun memasuki tahun 2016 pendapatan usaha naik menjadi \$3863 juta tumbuh sebesar 1.28%. Di tahun 2017 pertumbuhannya kembali naik signifikan sebesar 8.13% sehingga jumlah pendapatan usaha naik menjadi \$4177 juta. Sebagai perbandingan berikut adalah tren pendapatan usaha dari maskapai lainnya yang ada di asia pasifik.

Di kawasan asia pasifik tren *revenue* Garuda Indonesia juga cukup baik dibandingkan dengan beberapa maskapai lainnya. Data dari 7 tahun terakhir pendapatan usaha Garuda Indonesia selalu tumbuh. Bila dibandingkan dengan Thai Airways sejak tahun 2012 hingga 2016 selalu mengalami tren penurunan. Singapore Air juga mengalami tren penurunan dari tahun 2014 hingga 2016 sekitar -2% per tahunnya.



Gambar 1.4 Regional Airline Revenue
sumber: diolah.

International Air Transport Association (IATA) merupakan sebuah organisasi perdagangan internasional yang terdiri dari maskapai-maskapai penerbangan, memprediksi pertumbuhan industri penerbangan di kawasan asia pasifik sebesar 8.1% di tahun 2018. Hal ini berarti IATA memandang prospek industri penerbangan di kawasan asia pasifik sangat cerah.

System-wide global commercial airlines	EBIT margin, % revenues								Net profit, \$ billion							
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018F	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018F
Global	3.1%	2.6%	3.5%	5.4%	8.3%	9.2%	8.3%	8.1%	8.3	9.2	10.7	13.7	35.9	35.3	34.5	38.4
Regions																
North America	3.0%	3.4%	6.8%	11.9%	14.6%	14.4%	13.2%	12.7%	1.7	2.3	7.4	11.1	21.1	16.5	15.6	16.4
Europe	0.8%	0.7%	2.0%	3.0%	5.0%	6.2%	6.3%	6.6%	0.3	0.4	1.0	4.0	6.7	8.8	9.8	11.5
Asia-Pacific	5.6%	4.7%	2.9%	2.7%	8.2%	9.9%	8.5%	8.1%	5.0	5.8	2.3	-2.8	9.0	8.1	8.3	9.0
Middle East	3.1%	3.0%	0.9%	3.3%	3.4%	2.4%	0.6%	1.1%	1.0	1.0	0.3	1.7	1.9	1.3	0.3	0.6
Latin America	2.0%	1.5%	2.2%	3.0%	1.1%	5.9%	5.7%	6.5%	0.2	-0.2	0.2	0.4	-1.7	0.7	0.7	0.9
Africa	0.6%	-0.4%	-0.5%	-1.4%	-4.6%	0.1%	0.5%	0.3%	0.0	-0.1	-0.5	-0.7	-1.0	-0.1	-0.1	-0.1

Gambar 1.5 EBIT margin dan Net Profit
sumber: IATA forecast for 2018.

Pertumbuhan jumlah pendapatan usaha yang sangat baik dari tahun 2011 sampai dengan tahun 2017 dan *forecasting* pasar di industri penerbangan yang

sangat prospek untuk kawasan asia pasifik ternyata tidak sejalan dengan nilai saham GIAA yang ada di bursa.



Gambar 1.6 Saham GIAA dari 2011-2018

Sumber: Yahoo! Finance

Pada tahun 2012 harga saham GIAA sempat di angka Rp 753 kemudian akhir tahun 2013 menurun menjadi Rp 496. Akhir tahun 2015 nilai saham GIAA sempat naik menjadi Rp 605 kemudian terus mengalami penurunan hingga akhir 2017 nilainya sebesar Rp 302. Hal ini sangat menarik untuk diteliti lebih lanjut seberapa besar sesungguhnya nilai dari perusahaan tersebut.

Farooq (2004) menyatakan bahwa strategi perusahaan dinilai apakah perusahaan mampu menciptakan nilai ekonomis bagi pemegang sahamnya. Dahulu sangat sulit bagi pemegang saham untuk mengetahui mengenai nilai perusahaan karena keterbatasan informasi dan pengetahuan. Namun saat ini menilai perusahaan dapat dilakukan dengan melakukan valuasi terhadap perusahaan yang akan dilakukan investasi.

Valuasi harga wajar saham sangat penting dilakukan untuk mengetahui nilai sesungguhnya dari sebuah perusahaan. Menurut Damodaran (2006) dalam melakukan valuasi bisa dilakukan dengan tiga metode. Pertama menggunakan *Discounted Cash Flow* (DCF). Metode DCF sendiri terdapat tiga pendekatan didalamnya (DDM, FCFF, FCFE). Kedua menggunakan metode *relative valuation*. Kemudian yang ketiga melakukan valuasi dengan *contingent claim valuation*.

Melakukan valuasi dengan menggunakan metode *Discounted Cash Flow* (DCF) memiliki beberapa kelebihan (Djaja 2017) seperti menekankan pada *free*

cash flow perusahaan; menganalisis dan mengukur masing-masing karakteristik yang membentuk dan mendukung keberadaan perusahaan; menganalisis dengan rinci komponen fundamental yang dipakai untuk membangun *value* perusahaan sehingga tidak sekedar merujuk pada harga perdagangan saham yang dijadikan acuan. Selain DCF investor juga sering menggunakan metode *relative valuation*. Melakukan valuasi dengan metode *Relative Valuation* yakni membandingkan nilai perusahaan dengan pesaingnya untuk menentukan nilai keuangan perusahaan. Metode *relative valuation* merupakan alternatif dari metode dengan perhitungan absolut, yang mencoba menentukan nilai intrinsik perusahaan berdasarkan perkiraan arus kas bebas di masa depan yang didiskontokan ke nilai sekarang. Seperti halnya pada metode DCF, investor dapat menggunakan metode *relative valuation* ketika menentukan apakah saham perusahaan adalah pembelian yang baik.

Dalam melakukan valuasi saham setiap investor bisa memiliki pandangan yang berbeda-beda. Perbedaan tersebut bisa disebabkan oleh perbedaan situasi dan kondisi seperti pesimis, moderat, dan optimis. Kondisi pesimis ialah kondisi dimana pertumbuhan perusahaan di bawah pertumbuhan industri. Kondisi moderat kondisi dimana pertumbuhan perusahaan sesuai dengan pertumbuhan industrinya. Kemudian kondisi optimis pertumbuhan perusahaan berada di atas pertumbuhan industrinya.

Steiger (2008) meneliti mengenai validitas valuasi perusahaan menggunakan metode *Discounted Cash Flow* (DCF). Dapena (2001) pernah melakukan penelitian mengenai valuasi perusahaan dengan *growth opportunities*. Hutapea (2012) juga melakukan valuasi PT. Adaro Energy menggunakan metode *free-cash flow to firm*. Jelatic (2012) menggunakan DCF pendekatan FCFF dan FCFE dalam melakukan valuasi INA Plc.

Khoirudin (2017) menghitung nilai saham PT Pembangunan Perumahan Properti dengan menggunakan metode DCF pendekatan *Free Cash Flow to Equity* (FCFE) dan metode *Relative Valuation* dengan membandingkan rasio-rasio dari perusahaan sejenis seperti *Price Earning Ratio* (PER), *Price to Book Value* (PBV), dan *Price to Sales Ratio* (P / S).

Farooq (2014) melakukan valuasi dengan menggunakan metode dividend discount model (DDM), free-cash flow to equity (FCFE), Economic Value Added (EVA) dan Relative Valuation. Kasim (2001) melakukan valuasi harga saham Garuda Indonesia beberapa bulan setelah IPO GIAA menggunakan metode present value terhadap EBITDAR yang telah disesuaikan ditambah dengan nilai valuasi dari hidden value yang dianalisis dengan mengasumsikan sebagai option.

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan, penelitian ini bertujuan melakukan valuasi perusahaan PT. Garuda Indonesia dengan menggunakan pendekatan *discounted cash flow valuation* yaitu metode *free cash flow to firm* (FCFF) dan *Relative Valuation* dengan menggunakan data laporan keuangan perusahaan dari tahun 2011 s/d 2017.

1.3 Perumusan Masalah

Prospek pasar di industri penerbangan yang baik dan pertumbuhan pendapatan usaha Garuda Indonesia tidak serta merta sejalan dengan pergerakan harga saham GIAA di bursa yang mengalami tren penurunan. Bagaimana prospek saat ini untuk melakukan investasi pada saham PT. Garuda Indonesia, untuk mengetahui hal tersebut perlu dilakukan riset untuk menentukan berapa sesungguhnya nilai wajar saham GIAA saat ini dengan menggunakan metode *Discounted Cash Flow* (DCF) dengan pendekatan *Free Cash Flow to Firm* (FCFF) pada tiga skenario kondisi pesimis, moderat, dan optimis. dan *relative valuation* dengan pendekatan *Price Earning Ratio* (PER), *Price to Book Value* (PBV) dan *Price to Sales* (P/S).

1.4 Pertanyaan Penelitian

1. Berapakah harga wajar saham GIAA dengan menggunakan valuasi metode FCFF pada skenario kondisi moderat?
2. Berapakah harga wajar saham GIAA dengan menggunakan valuasi metode FCFF pada skenario kondisi optimis?

3. Berapakah harga wajar saham GIAA dengan menggunakan valuasi metode FCFF pada skenario kondisi pesimis?
4. Berapakah harga wajar saham GIAA dengan menggunakan valuasi metode *Relative Valuation*?

1.5 Tujuan Penelitian

Penelitian ini dilakukan dengan tujuan untuk menjawab pertanyaan penelitian yang telah diajukan sebelumnya, yaitu :

1. Mengetahui berapakah harga wajar saham GIAA dengan menggunakan valuasi metode FCFF pada skenario kondisi moderat.
2. Mengetahui berapakah harga wajar saham GIAA dengan menggunakan valuasi metode FCFF pada skenario kondisi optimis.
3. Mengetahui berapakah harga wajar saham GIAA dengan menggunakan valuasi metode FCFF pada skenario kondisi pesimis.
4. Mengetahui berapakah harga wajar saham GIAA dengan menggunakan valuasi metode *Relative Valuation*.

1.6 Manfaat Penelitian

1.6.1 Aspek Teoritis

Penelitian ini diharapkan dapat bermanfaat untuk :

1. Menambah wawasan maupun bahan referensi yang nantinya dapat memberikan perbandingan dalam bidang yang sama;
2. Memberikan gambaran kesesuaian antara teori dan implementasi yang terjadi di kehidupan nyata;

1.6.2 Aspek Praktis

Penelitian ini diharapkan dapat bermanfaat untuk :

1. Memberikan masukan terkait valuasi nilai wajar GIAA.
2. Memberikan gambaran *forecast* industri penerbangan di Indonesia.

1.7 Waktu dan Periode Penelitian

Penelitian ini dilakukan dari Bulan Maret 2018 sampai dengan Bulan November 2018 dengan menggunakan data Garuda Indonesia pada periode Tahun 2011 sampai dengan Tahun 2017.

1.8 Sistematika Penulisan

Penyusunan tugas akhir ini menggunakan sistematika yang terbagi dalam uraian lima bab sebagai berikut :

BAB I Pendahuluan

Bab ini menguraikan tentang gambaran umum objek penelitian yaitu Garuda Indonesia.

BAB II Tinjauan Pustaka

Bab ini berisi teori-teori terkait penelitian dan penelitian terdahulu yang relevan dengan permasalahan dan penelitian, perbandingan dengan penelitian terdahulu, kerangka penelitian dan hipotesis penelitian.

BAB III Metode Penelitian

Bab ini berisi karakteristik penelitian, variabel operasional, populasi dan sampel penelitian, teknik pengumpulan data dan teknik analisis data.

BAB IV Hasil Penelitian dan Pembahasan

Pada bab ini dijelaskan mengenai analisis data dan pembahasan permasalahan yang sudah dirumuskan.

BAB V Kesimpulan dan Saran

Pada bab ini meliputi kesimpulan dan saran yang diambil berdasarkan hasil analisis data.