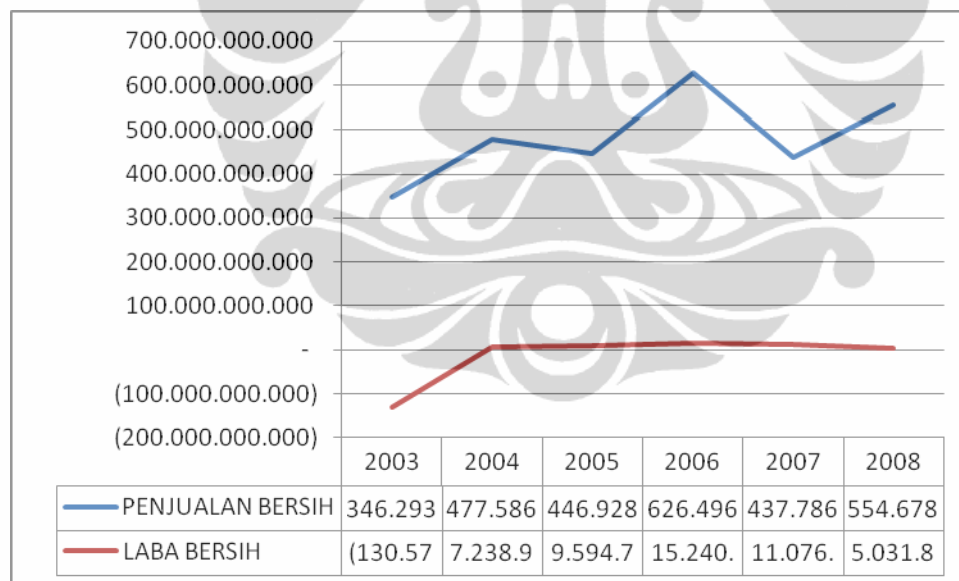


BAB 4

HASIL DAN ANALISA

Perusahaan selama ini memiliki prioritas utama dalam pengadaan obat murah dan pengadaan obat untuk penyakit endemik dari departemen kesehatan. Selain itu pemerintah juga membantu Indofarma melalui program obat generik karena pemerintah juga mempunyai kepentingan terhadap PT. Indofarma Tbk, mengingat kepemilikan pemerintah terhadap BUMN Farmasi tersebut yang masih sekitar, 80,66% dari total saham.

Kondisi ketergantungan terhadap proyek pemerintah tersebut membuat PT. Indofarma Tbk mengalami fluktuasi yang cukup tajam baik dari sisi penjualan maupun sisi laba. Indofarma tidak bisa stabil dalam pertumbuhan harga maupun laba. Kenaikan dan penurunan bisa kita lihat dari data keuangan lima tahun terakhir (Grafik 4.1).



Grafik 4.1.

Penjualan dan Laba PT. Indofarma Tbk. Periode 2003-2008

Sumber : Laporan Keuangan Indofarma 2003 – 2008

Penjualan Indofarma yang naik pada tahun 2004 sekitar 131, 2 milyar rupiah, ternyata tidak mampu dipertahankan dan turun 30,7 milyar rupiah menjadi 446,9 milyar pada tahun 2005. Demikian juga kenaikan sekitar 179,6 milyar

rupiah pada tahun 2006 menjadi 626,5 milyar juga ternyata tidak mampu dipertahankan, sehingga pada tahun 2007 penjualan turun 188,7 milyar menjadi menjadi hanya 437, 8 milyar saja. Demikian juga dari sisi laba, Indofarma juga gagal mempertahankan laba yang diperoleh pada tahun 2004 dimana perusahaan mampu menaikkan laba 137,6 milyar rupiah dari tahun 2003 menjadi laba 7,3 milyar, ternyata kenaikan tersebut tidak stabil bahkan cenderung turun pada tahun 2007, dimana laba PT. Indofarma Tbk., hanya 11,0 milyar atau lebih kecil 4,2 milyar rupiah dari tahun 2006 di mana laba telah mencapai 15, 2 milyar rupiah. Sementara itu laba pada tahun 2008 hanya tercapai 5,0 milyar rupiah.

Ketergantungan penjualan terhadap proyek pemerintah menjadi penyebab utama naik turun penjualan dan laba Indofarma dengan rentang yang cukup besar walaupun *overall* jika ditarik garis lurus antara tahun 2003 hingga tahun 2008 terjadi kenaikan, namun kenaikan sebesar 91,5 milyar jauh tertinggal dibanding perusahaan farmasi pesaing dan pertumbuhan pasar farmasi nasional yang rata-rata naik 10,3% per tahun, karena bila diperhitungkan berarti rata-rata kenaikan Indofarma hanya sekitar 5,28% selama lima tahun jauh di bawah rata-rata pertumbuhan nasional. Bila proyeksi pertumbuhan sama sebesar 10,3% seharusnya PT. Indofarma Tbk., telah mencapai penjualan 563,8 milyar rupiah pada tahun 2008. Sementara 2008 hanya tercapai penjualan 554,67 milyar rupiah.

Fluktuasi laba dan penjualan tentu berseberangan dengan keinginan pemerintah sebagai pemegang saham utama, dimana pemerintah melalui Meneg BUMN mengemban tanggung jawab sebagai profit center seperti tertuang dalam UU No.19 Thn 2003 Tentang BUMN. BUMN harus stabil dalam pertumbuhan penjualan maupun laba, secara berkesinambunga..

Untuk mencapai penjualan dan laba yang tumbuh secara stabil dan berkesinambungan PT. Indofarma Tbk., saat ini tidak lagi fokus dan tergantung kepada proyek kesehatan dari pemerintah saja. Indofarma sebaiknya melakukan diversifikasi dengan mengembangkan potensi risetnya yang sudah baik dan bekerjasama dengan Lembaga Ilmu Pengetahuan Indonesia (LIPI). Potensi riset PT. Indofarma Tbk., sebaiknya diarahkan ke pengembangan bahan baku obat untuk mencapai pertumbuhan penjualan dan laba yang stabil.

Alasan pengembangan bahan baku baik sintetis, ekstrak kering maupun minyak atsiri yang paling mendasar adalah kondisi makroekonomi yang masih mendukung untuk pengembangan investasi (analisa makroekonomi), ketatnya persaingan di lingkungan industri farmasi obat jadi (analisa industri), pertumbuhan pasar farmasi yang rata-rata tumbuh 10,3%, pemenuhan bahan baku oleh perusahaan nasional baru 5% sehingga perusahaan farmasi masih import bahan baku sebanyak 95% dari total kebutuhan bahan baku nasional, statemen pemerintah mengenai swasembada bahan baku nasional pada tahun 2011.

4.1. Analisa Makroekonomi

Menurunnya kinerja ekspor sebagai dampak perlambatan ekonomi global memberi tekanan pada neraca pembayaran Indonesia, meski saat ini masih berada pada batas-batas yang aman. Menurut data keuangan yang didapat dari web Bank Indonesia, cadangan devisa saat ini masih berada pada posisi 50,56 miliar dolar AS atau masih mampu memenuhi kebutuhan 5,4 bulan impor dan pembayaran utang luar negeri Pemerintah (bi.go.id). Apabila perlambatan ekonomi dunia ini terus berlanjut, tentu akan membahayakan keuangan Indonesia, sehingga pemerintah menurunkan belanja Negara dan mengakibatkan perekonomian domestik juga tertekan.

Penurunan belanja pemerintah tentu juga akan menekan belanja pemerintah di bidang kesehatan, sehingga penjualan PT. Indofarma, Tbk., juga akan tertekan.

4.1.1. Pertumbuhan ekonomi Indonesia.

Bank Indonesia memperkirakan ekonomi Indonesia pada tahun 2009 akan tumbuh sekitar 4% (bi.go.id). Pertumbuhan ini memiliki risiko bias ke bawah apabila ekonomi global semakin memburuk. Industri farmasi terutama yang sangat bergantung kepada belanja pemerintah di bidang obat murah dan penyakit endemik yakni PT. Indofarma Tbk.

Sementara itu, penopang utama pertumbuhan ekonomi akan tertuju pada permintaan domestik, yang dipacu oleh kebijakan moneter yang longgar dan berbagai kebijakan Pemerintah yang mendukung daya beli masyarakat serta

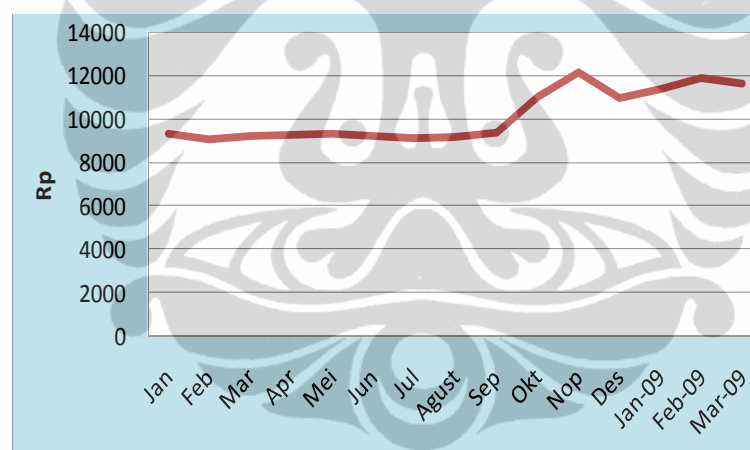
berbagai stimulus fiskal yang akan menggerakkan berbagai sektor penting dalam perekonomian.

Indofarma harus mewaspadai hal tersebut dengan merubah strategi dari bergantung kepada bahan baku import, menjadi memproduksi bahan baku obat tersebut dan bila memungkinkan mengekspornya.

4.1.2 Kurs

Pembelian bahan baku untuk industri farmasi ke luar negeri jelas akan sangat terpengaruh dengan volatilitas nilai tukar rupiah.

Nilai tukar rupiah selama Februari 2009 secara rata-rata mengalami tekanan akibat masih terjadinya arus modal keluar dari portofolio asing. Secara rata rata, rupiah terdepresiasi sebesar 6,08%, dan di akhir periode ditutup pada level Rp11.980/USD atau melemah 5,01% (Grafik 4.2).



Grafik 4.2.

Nilai Tukar Rupiah terhadap 1 Dolar (US)

Sumber: bi.go.id

Pelemahan rupiah tersebut diikuti fluktuasi yang lebih tinggi dibandingkan dengan bulan sebelumnya. Fluktuasi rupiah yang meningkat tercermin dari tingkat volatilitas yang meningkat dari 1,3% pada bulan lalu menjadi 3,17% pada bulan Februari 2009.

Fluktuasi nilai tukar tersebut akan menekan profitabilitas Indofarma, dimana masih bergantung pada bahan baku import. Selain itu pihak manajemen harus menentukan *forecasting* bahan baku yang masih import, agar tidak terjadi penumpukan dan terpengaruh nilai dari perbedaan kurs tersebut. Strategi lain adalah memproduksi bahan baku sendiri.

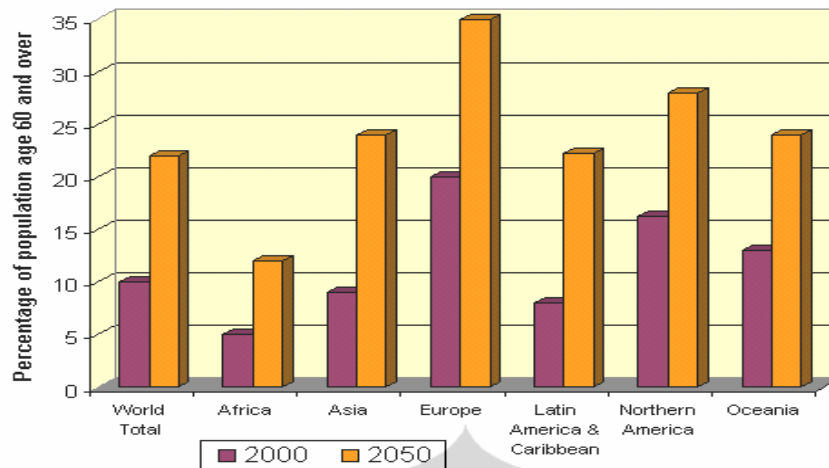
4.1.3. Demografi.

Saat ini, penduduk dunia dari 6.710 juta jiwa penduduk bumi, 228.523.300 jiwa diantaranya hidup di Indonesia. Jumlah penduduk Indonesia tersebut merupakan ke-4 terbanyak setelah jumlah penduduk Cina, Amerika Serikat, dan India. Jadi secara populasi, Indonesia merupakan Negara ke-4 terbesar di dunia (bps.co.id)

Jumlah penduduk Indonesia tahun 2015 menjadi sekitar 255,5 juta. Tentunya hal itu, sangat mengkhawatirkan. Jika kesetaraan ber-KB turun 0,5 persen saja per tahun, maka jumlah penduduk Indonesia tahun 2015 akan meningkat menjadi 264,4 juta jiwa (Junaidi, 2008).

Makin tinggi jumlah penduduk maka makin banyak pasar konsumsi, apalagi bila diikuti pendapatan per kapita yang tinggi. Namun disisi lain Kepadatan Penduduk akan menyebabkan penyakit menular sering terjadi, dan ini akan mendorong naiknya pasar farmasi.

Pertumbuhan penduduk dan proporsi penduduk apakah banyak usia lanjut atau anak-anak, juga akan mempengaruhi strategi produk yang tepat. Proyeksi ke depan berdasarkan data dari world bank, untuk penduduk usia di atas 60 tahun akan meningkat dua kali lipat pada tahun 2050 (grafik 4.3.)

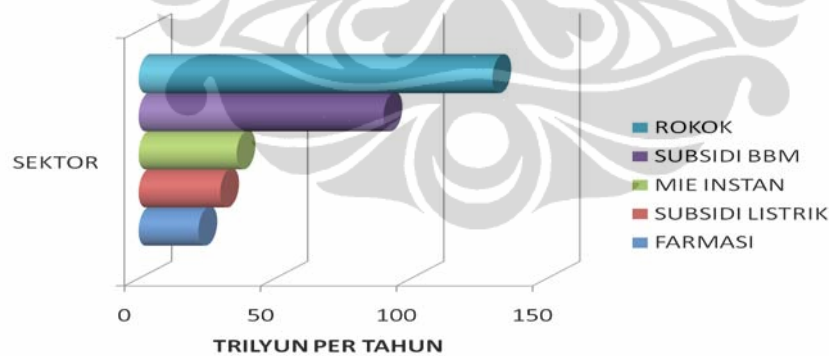


Grafik 4.3.

Proyeksi Pertumbuhan Penduduk Usia di Atas 60 tahun pada tahun 2050

Sumber : worldbank

Kepadatan penduduk, pertumbuhan penduduk dan naiknya proporsi penduduk usia di atas 60 tahun akan mempertinggi konsumsi di bidang farmasi, walaupun sampai saat ini konsumsi farmasi di Indonesia masih lebih rendah dibandingkan cukai rokok (grafik 4.4).



Grafik 4.4.

Perbandingan Konsumsi Masyarakat Indonesia Per Sektor

Sumber : bps.go.id

Tingginya konsumsi penduduk terhadap rokok dan mie instan juga akan menentukan pola penyakit di masa depan dan menambah pasar farmasi. Sehingga kebutuhan bahan baku juga akan meningkat.

4.1.4. Harga Komoditi.

Terkait dengan produk farmasi yang tidak bisa terlepas dari industri bahan dasar kimia (bahan baku). Bila Harga Komoditi Minyak tinggi maka akan mempertinggi biaya operasional dan akan memperburuk margin farmasi Indonesia yang sudah dibatasi oleh Menkes, yakni margin jual industri ke apotek dan apotek ke konsumen tidak boleh lebih dari 25%, namun tidak ada pembatasan margin untuk produsen bahan baku.

Harga minyak dunia yang sempat mencapai 140 US dolar per barel, memberikan peluang tersendiri terutama untuk sektor minyak nabati/atsiri, bahkan untuk mengantisipasi bahan tak terbarukan tersebut, Pertamina telah mengurangi konsumsinya dengan jalan menerapkan biodiesel, dan ini merupakan peluang bagi Indofarma dalam pengembangan bahan baku minyak atsiri

4.1.5. Suku Bunga Bank Indonesia.

Kenaikan suku bunga sangat erat kaitannya dengan iklim investasi. Kenaikan suku bunga Bank Indonesia (BI) akan memperketat likuiditas yang justru mendorong terjadinya kenaikan suku bunga dana dan suku bunga kredit. Apabila bunga kredit naik tentunya akan memperlemah ekonomi domestik karena kemampuan pelaku usaha meminjam kredit akan berkurang. Kegiatan investasi menjadi lesu dan selanjutnya akan memperlemah investasi dan konsumsi domestik.

Suku bunga BI per 4 maret 2009 adalah 7,75 hal ini tentu masih bisa turun lagi untuk memacu investor asing menanamkan modalnya di Indonesia. Dengan banyaknya investor yang menanamkan investasinya di Indonesia, diharapkan menurunkan angka pengangguran dan pada akhirnya melalui skenario *multiplier effect* akan meningkatkan daya beli dan konsumsi masyarakat, sehingga ekonomi Indonesia tumbuh.

PT. Indofarma Tbk., yang komponen biaya pendanaannya saat ini masih menjadi beban perusahaan yang cukup signifikan, penurunan suku bunga bisa memberikan keleluasaan bagi perusahaan untuk mengekspansi usaha.

4.1.6. Inflasi

Sejalan dengan melemahnya perekonomian global dan masih rendahnya harga-harga komoditas di pasar internasional, tekanan inflasi Indonesia ke depan cenderung menurun. Dari sisi domestik rendahnya tekanan inflasi didukung oleh kecukupan pasokan barang kebutuhan pokok dan minimnya tekanan harga dari kelompok barang-barang yang diatur Pemerintah (*administered price*). Inflasi ada bulan Februari 2009 tercatat cukup rendah, yaitu sebesar 0,21% (mtm), jauh di bawah rata-rata.

Industri Farmasi sangat terpengaruh dengan inflasi yang tinggi, karena masyarakat cenderung akan memilih kebutuhan yang utama dan mencari alternatif pengobatan murah, dengan memproduksi bahan baku selain untuk memenuhi kebutuhan nasional, PT. Indofarma Tbk., juga dapat memanfaatkannya untuk menekan *cost of production* nya yang selama ini produk obat jadinya selalu mengandalkan bahan baku import, sehingga dapat menjual obat murah.

4.1.7. Pendapatan per Kapita dan Produk Domestik Bruto.

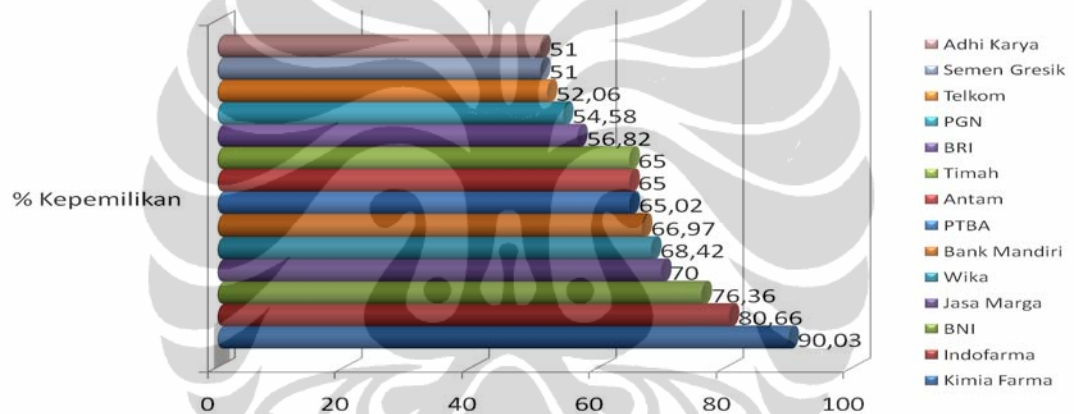
Pendapatan perkapita Pendapatan per kapita Indonesia pada 2008 mengalami peningkatan dibanding 2007 lalu. Badan Pusat Statistik mencatat sebesar Rp 21,7 juta atau setara dengan US\$ 2.271,2 per orang per tahun. Ini meningkat cukup besar 23,6 persen jika dibandingkan tahun 2007 sebesar Rp 17,5 juta atau setara US\$ 1.942,1, Angka ini merupakan PDB total dibagi jumlah penduduk dibagi rata-rata kurs tahun 2008 (bps.go.id).

Pertumbuhan Produk Domestik Bruto (PDB) tahun 2008 meningkat sebesar 6,1 persen terhadap tahun 2007, terjadi pada semua sektor ekonomi, dengan pertumbuhan tertinggi di sektor pengangkutan dan komunikasi 16,7 persen dan terendah di sektor pertambangan dan penggalian 0,5 persen. Pertumbuhan PDB tanpa migas pada tahun 2008 mencapai 6,5 persen (bps.go.id).

Berdasarkan konsumsi obat per kapita, konsumsi obat di Indonesia masih rendah, sehingga peluang masih terbuka dapat diindikasikan bahwa masyarakat menganggap bahwa obat belum merupakan kebutuhan pokok, indikasi lain adalah masyarakat menggunakan obat genreik dan pengobatan alternatif. Rendahnya

kesadaran di Indonesia telah diantisipasi oleh pemerintah untuk memberikan bantuan pengobatan bagi rakyat miskin agar mereka mau berobat.

Kesehatan merupakan kunci penting bagi Negara, bahkan apabila ada sedikit saja penyakit menular mewabah, pemerintah langsung responsif, karena produktifitas penduduk jelas akan mengalami penurunan apabila mengalami gangguan kesehatan. Peran vital kesehatan dapat dilihat dari kepentingan pemerintah terhadap industri farmasi jelas terlihat dari grafik kepemilikan saham yang masih dipegang oleh pemerintah (grafik 4.5.), sehingga PT. Indofarma masih sangat berpeluang untuk pengembangan bisnisnya apalagi kepemilikan saham pemerintah masih sangat tinggi.



Grafik 4.5.

Proporsi Kepemilikan Saham Pemerintah di Perusahaan BUMN

Sumber : bumnonline

4.2. Analisa Lingkungan Industri

Analisa lingkungan Industri dalam karya akhir ini menggunakan *Porter's Five Forces Models*

4.2.1. Threats of New Entrants: Rendah

Industri bahan baku obat membutuhkan modal yang sangat besar, baik dalam hal patents, lisensi, maupun kebutuhan teknologi.

Untuk menjamin keamanan dan keselamatan masyarakat dalam menggunakan obat, industri bahan baku obat juga bersifat *highly regulated* atau harus memenuhi banyak persyaratan dan aturan. Pengaturan dan

pengawasan meliputi pemilihan bahan baku, produksi, penyimpanan, pengemasan, pengiriman dan distribusi. Dalam melakukan produksi, industri farmasi wajib memiliki kebijakan dan prosedur pengawasan pengolahan yang sesuai dengan Cara Pembuatan Obat yang Baik (CPOB) agar obat yang dihasilkan memenuhi standar yang ditetapkan. Bahkan setiap perubahan *business process* memerlukan persetujuan dari otoritas yang berwenang. Oleh karena ketatnya aturan kesehatan dan keamanan yang diperlu diikuti, proses desain produk hingga pemasarannya memerlukan waktu lebih lama, birokratis dan tentu saja menambah biaya tetap.

Hal ini meningkatkan *entry-barriers* bagi *new entrants*, sehingga *threats of new entrants* menjadi rendah.

4.2.2. Bargaining Power of Suppliers: Rendah

Industri farmasi yang memproduksi bahan baku obat sintetis tidak begitu bergantung kepada kelangsungan pasokan bahan baku dari pemasok, karena riset dilakukan sendiri, apalagi bila PT. Indofarma mampu mengamankan pasokan dengan membuka lahan untuk penanaman tanaman obat untuk ekstrak kering dan minyak atsiri. Oleh karena itu, *bargaining power of supplier* terbilang rendah.

4.2.3. Bargaining Power of Customer: Rendah

Pelanggan bahan baku obat adalah produsen obat jadi, saat ini Industri Farmasi Indonesia bergantung kepada bahan baku obat import. Sehingga produsen obat jadi mempunyai *power* yang lebih rendah dibanding produsen obat jadi.

4.2.4. Rivalry among Existing Firms: Rendah

Tingkat persaingan antar perusahaan di industri produk obat jadi, berada pada tingkat rendah karena di Indonesia baru 1 perusahaan yang memproduksi bahan baku dan hanya memenuhi kebutuhan bahan baku nasional sebesar 5%.

4.2.5. The Threat of Substitute Products or Services: Rendah

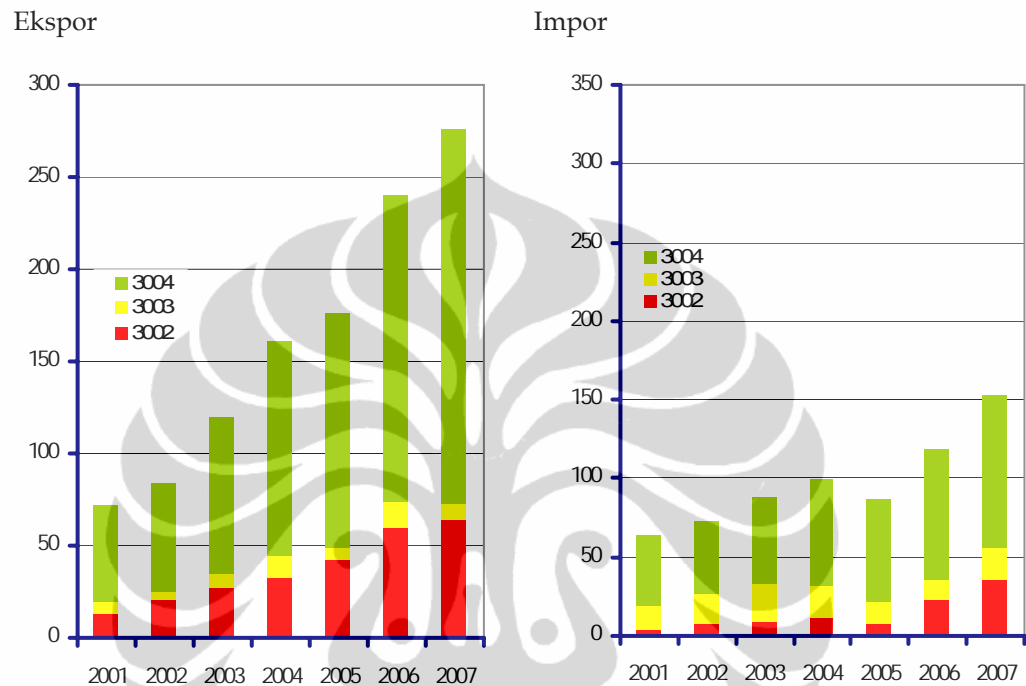
Ancaman dari produk substitusi untuk bahan baku obat relatif rendah karena bahan baku obat tidak bisa digantikan dengan bahan lain, dan apabila kadar dikurangi atau diganti maka obat menjadi tidak berkhasiat. Ancaman substitusi datang justru dari rendahnya *law enforcement* sehingga dikhawatirkan marak produksi obat palsu, yang pada akhirnya juga akan mengurangi kebutuhan bahan baku obat.

4.3. Peluang dan Tantangan Produksi Bahan Baku

4.3.1. Peluang

- 1) Besarnya penduduk Indonesia, merupakan potensi luar biasa bagi industri farmasi. Seperti diketahui bahwa penyakit akan lebih cepat menular apabila kepadatan penduduk tinggi, terutama untuk penyakit infeksi.
- 2) Konsumsi obat yang masih rendah dibandingkan jumlah penduduk menandakan obat masih berpeluang besar untuk tumbuh, terlebih lagi apabila kesadaran masyarakat terhadap pentingnya kesehatan meningkat, hal ini bisa didorong melalui pendidikan kesehatan.
- 3). Pasar jamu Indonesia yang mencapai Ekspor belum disentuh untuk obat herbal dengan bahan baku ekstrak kering, nilai perdagangan di dunia pada awal tahun 2000-an mencapai 40-60 milyar USD, dan pada tahun 2050 diperkirakan menjadi 5 triliun USD dengan peningkatan 15% per tahun, sementara di Indonesia volume perdagangan obat tradisional pada tahun 2002 baru mencapai 150 juta USD. Sedangkan untuk minyak atsiri berdasarkan data Direktorat Jenderal Perkebunan 2004, minyak atsiri yang diproduksi oleh petani diekspor dengan pangsa pasar nilam 64%, kenanga 67%, akar wangi 26%, serai wangi 12%, pala 72%, cengkih 63%, jahe 0,4%, dan lada 0,9% dari ekspor dunia (Ditjenbun 2004; FAO 2004). Ekspor minyak atsiri Indonesia pada 2005 sebesar USD103.690.000, sedangkan impor minyak atsiri USD197.422.000 (International Trade Centre, 2007)

- 4). Hampir 95% industri farmasi nasional masih menggunakan bahan baku import, sehingga peluang untuk memproduksi bahan baku sangat besar.



Grafik 4.6.

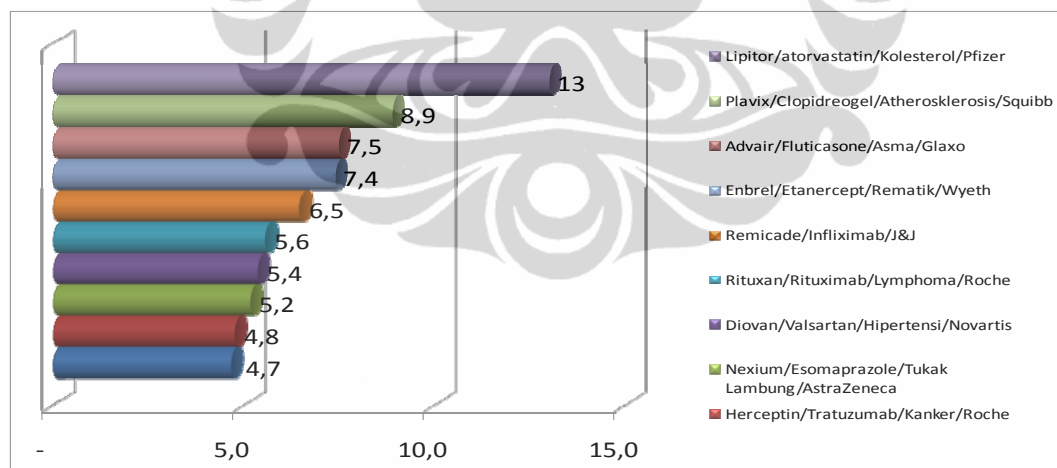
Perkembangan ekspor dan impor produk farmasi, 2001-2007

Sumber: Badan Pusat Statistik, Statistik Perdagangan Luar Negeri, berbagai terbitan

- 5). Menurut wolrdbank, 2000 (lihat grafik 4.2), penduduk dengan usia lanjut akan semakin bertambah dari tahun ketahun. Usia lanjut merupakan usia dengan kerawanan penyakit degeneratif tinggi. Ini merupakan peluang untuk industri farmasi.
- 6). Perubahan gaya hidup masyarakat akibat modernitas merupakan peluang tersendiri bagi industri farmasi. Sex bebas, pola makan *junk food*, merokok dan jarang berolahraga karena kesibukan, tentu akan meningkatkan penyakit.

4.3.2. Ancaman

- 1). Rendahnya penegakan hukum (*law enforcement*) terhadap pelaku produsen obat palsu, akan merugikan banyak pihak diantaranya pasien dan produsen farmasi.
- 2). Industri farmasi sangat bergantung pada pergerakan selisih rupiah dan dolar, karena 95% bahan baku masih import.
- 3). Maraknya Merger dan Akuisisi Industri Farmasi di dunia akan memperbesar pangsa pasar mereka. Industri farmasi nasional harus siap menghadapi pesaing global masuk ke Indonesia. Perusahaan global tersebut sangat fokus dalam inovasi produk, untuk bersaing di produk jadi tentu sangat berat. Kondisi tersebut tidak berpengaruh banyak kepada BUMN sejenis yakni Kimiafarma, karena Kimia Farma lebih dahulu fokus di Ritel dan Distribusi. Data mengenai industri farmasi global dengan inovasi produknya yang menguasai pasar dapat dilihat dalam grafik 4.6. Produk bahan baku justru akan menguntungkan apalagi bila ada aliansi strategis dengan perusahaan global tersebut, dimana Indofarma sebagai pemasok bahan bakunya.



Grafik 4.7.

Perbandingan penjualan industri farmasi global per produk

Sumber : IMS Health International 2004

- 4). Tingkat persaingan di sektor produk obat jadi di Indonesia cukup tinggi, Indofarma bahkan tidak masuk dalam 10 besar (lihat tabel 4.1),

oleh karena itu perlu mencari peluang pasar yang belum tersentuh, yakni produksi bahan baku.

Tabel 4.1.

Daftar Sepuluh Besar dan Pangsa Pasar Industri Farmasi di Indonesia

Penjualan ke Apotik			Penjualan ke Rumah Sakit			Penjualan ke Apotik & RS	
Produsen	Pangsa pasar (%)	Jumlah item produk	Produsen	Pangsa pasar (%)	Jumlah item produk	Produsen	Pangsa pasar (%)
Sanbe	7.6	208	Kalbe Group (7)	13.1	468	Kalbe Group (7)	9.3
Kalbe Group (7)	6.8	577	Dexa Group (2)	10.0	270	Dexa Group (2)	7.8
Dexa Group (2)	6.3	287	Sanbe	7.7	210	Sanbe	7.7
Pfizer	5.8	111	Otsuka	4.6	56	Pfizer	4.8
Novartis (2)	4.3	230	Sanovi-Aventis (2)	4.0	82	Sanovi-Aventis (2)	4.1
Sanovi-Aventis (2)	4.1	98	Pfizer	3.4	100	Novartis (2)	3.5
Bayer	2.8	60	Pharos group (8)	3.4	108	Soho Group (3)	2.7
Soho Group (4)	2.7	244	Astrazeneca	2.8	46	Pharos Group (8)	2.7
GSK (2)	2.7	75	Fahrenheit	2.7	143	GSK	2.6
Interbat	2.6	152	Soho Group (3)	2.6	201	Otsuka	2.5
Total	45.8		Total	54.2		Total	47.5
Nilai penjualan (Trilyun Rp)	5,219.5			3,404.0			8,623.2

Catatan: Angka dalam kurung menunjukkan jumlah perusahaan di dalam group.

Sumber: IMS Health International, 2004

5). Ekspansi *mass production* dari China dan India, merupakan ancaman serius bagi Industri yang akan bergerak di bahan baku. China dan India selalu unggul dari sisi harga karena strategi produksi masal.

4.4. Keunggulan dan Kekurangan Produksi Bahan Baku Dibanding Produksi Obat Jadi

4.4.1. Keunggulan Produksi Bahan Baku Dibanding Produksi Obat Jadi

- 1) Produksi bahan baku tidak menerapkan tanggal kadaluarsa, sementara obat jadi harus ada tanggal kadaluarsanya sehingga resiko produksi bahan baku obat lebih kecil dibanding produksi obat jadi, karena obat jadi yang kadaluarsa tidak dapat di *recycle* dan akan menjadi *cost* bagi perusahaan.
- 2) Biaya promosi bahan baku obat lebih rendah dibanding biaya promosi produk jadi.
- 3) Tingkat persaingan di industri bahan baku obat (1 industri) jauh lebih rendah dibanding tingkat persaingan industri produk jadi obat (lebih dari 200 industri).
- 4) Pasar industri bahan baku bukan hanya produsen farmasi, namun juga produsen kosmetik dan produsen jamu, sementara pasar industri farmasi obat jadi terbatas kepada pasien.
- 5) Pasar industri farmasi bahan baku mempunyai *product life cycle* jauh lebih panjang dibanding produk obat jadi, karena pemakaian bahan baku tidak tergantung merk, penemuan obat baru juga relatif lama. Sebagai contoh, amoxicillin sudah lebih dari 50 tahun dimanfaatkan, sementara untuk obat jadi dengan kandungan amoxicillin terdapat 200 merk yang berbeda, sehingga *product life cycle* sangat cepat tergantung dokter mau menulis merk mana dan sedang mendapat promosi dari perusahaan mana.

4.4.2. Kekurangan Produksi Bahan Baku Dibanding Produksi Obat Jadi

- 1) Biaya riset mahal untuk produksi bahan baku obat, sementara untuk produksi bahan obat jadi biaya risetnya rendah.
- 2) Proses produksi untuk bahan baku lebih lama dibanding produksi obat jadi, sehingga pada akhirnya biaya produksi lebih mahal.
- 3) Saluran distribusi untuk bahan baku lebih sedikit dibanding produksi obat jadi, sehingga produk lebih lama sampai ke tangan konsumen dibanding obat jadi.

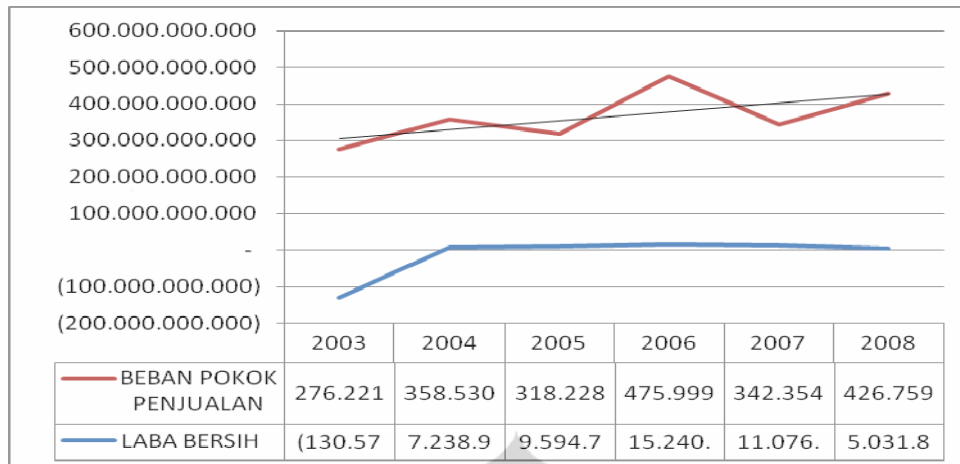
4.5. Analisa Perusahaan

Point penting yang perlu diperhatikan, dalam laporan keuangan pada tahun 2003 hingga tahun 2008, adalah ketidakstabilan penjualan dan laba dikarenakan PT. Indofarma Tbk., masih bergantung kepada proyek pengadaan obat oleh pemerintah. Selain itu, potensi peningkatan Beban Pokok Penjualan yang dialami Indofarma secara nominal terutama disebabkan oleh faktor eksternal yang sulit dielakkan, yaitu kenaikan harga bahan baku. Sebagai ilustrasi, Amoxicillin, misalnya pada Januari 2007 saja, bahan baku antibiotika ini masih US\$31,5/kg, memasuki Mei harganya sudah melonjak jadi US\$53,0/kg, lalu sedikit turun pada Juni (US\$48,0/kg), Juli (US\$49,0/kg), dan Agustus (US\$49,5/kg) dan mencapai puncaknya pada September (US\$54,5/kg). Harga ini terus bertahan tinggi pada Oktober (US\$54,4/kg), November (US\$52,0/kg) dan Desember (di atas US\$50,0/kg). Padahal, dengan kondisi biaya pada 2007, produk kaplet Amoxicillin sudah memberikan margin laba kotor negatif kalau harga bahan baku Amoxicillin lebih dari US\$43,6/kg.

Penjualan amoxicillin tersebut memberikan margin laba kotor kurang dari 10% sehingga tidak dapat menutup biaya-biaya lain. Hal yang lebih memberatkan, item produk yang harganya dipatok rendah tersebut umumnya adalah OGB yang volume penjualannya besar, termasuk Amoxicillin. Pada 2007, harga bahan baku produk antibiotika ini terus meningkat bahkan dalam dollar Amerika.

Pertumbuhan laba negatif pada 2007 mulai terbentuk dengan peningkatan tajam, 26,6%, pada Beban Usaha Perusahaan. Peningkatan Beban Usaha yang secara nominal mencapai Rp 51,52 miliar ini, yaitu dari Rp193,72 miliar menjadi Rp245,24 miliar, membuat Laba Usaha Indofarma mengalami penurunan 28,2%, dari Rp62,23 miliar menjadi Rp 44,71 miliar.

Kondisi yang paling mengkhawatirkan adalah Kenaikan Biaya Bahan Baku yang digunakan dari Rp 272,03 miliar menjadi Rp 319,28 miliar, telah menyumbang 17,4% peningkatan Beban Pokok Penjualan yang pada 2007 mencapai Rp 222,49 miliar sehingga pada akhirnya akan mengurangi laba perusahaan. Perkembangan laba dan harga pokok dari PT. Indofarma Tbk., selama tahun 2003 sampai tahun 2008 dapat dilihat di grafik 4.8.



Grafik 4.8.

Trend Perkembangan Harga Pokok dan Laba Bersih Periode 2003-2008

Sumber : Laporan Keuangan Indofarma 2003 - 2008

Kondisi di atas dimana harga pokok naik turun yang dikarenakan penjualan tender dengan menekan harga jual dan selisih kurs, tentu tidak akan terjadi apabila PT. Indofarma Tbk., telah memproduksi bahan baku obat sendiri, sehingga pertumbuhan baik dari sisi penjualan dan laba bisa konsisten. Untuk memproduksi informasi bahan baku obat, maka perlu dianalisa terlebih dahulu mengenai keunggulan dan kendala yang dihadapi oleh PT. Indofarma, Tbk., saat ini.

4.5.1. Keunggulan utama, diantaranya adalah :

- 1) Indofarma selama ini dikenal sebagai produsen dengan harga obat murah dan obat herbal, dengan brand yang telah melekat ini diharapkan dapat mengangkat penjualan produk bahan baku herbal serta bahan baku sintetik dan minyak atsiri karena di kenal murah tetapi berkualitas
- 2) Dukungan dari pemerintah, terutama dari departemen kesehatan dalam pengadaan tender terutama untuk penyakit endemik dan obat murah untuk rakyat. Dukungan ini sangat bermanfaat untuk menekan industri farmasi agar tidak lagi menggunakan bahan baku obat yang 95% masih import.
- 3) Tim Riset PT. Indofarma sampai saat ini masih bekerjasama dengan peneliti dari LIPI, sehingga sebetulnya banyak riset yang telah dijalankan namun belum mampu untuk diproduksi.

- 4) Posisi Indofarma sebagai BUMN sangat menguntungkan untuk saling meningkatkan sinergi dengan BUMN lain seperti Kimia Farma, Phapros dan Biofarma untuk menjalin sinergi pemanfaatan bahan baku farmasi Kelemahan.
- 5) Indofarma sudah mendapat sertifikat “*Good Manufacturing Process*” dimana ada jaminan *bioavailability* dan bioekivalensi sehingga obat yang diproduksi mempunyai kadar yang teruji dalam proses penyembuhan pasien.

4.5.2. Kelemahan utama dari PT. Indofarma Tbk., dalam persiapan produksi bahan baku obat adalah :

- 1) Kompetensi organisasi yang belum berpengalaman dalam produksi bahan baku obat, karena selama ini fokus terhadap formulasi obat jadi. PT. Indofarma Tbk., selama ini terlalu mengandalkan pemerintah dalam keperluan pengadaan obat murah untuk rakyat sehingga usaha untuk membangun daya saing menjadi rendah.
- 2) Modal yang tidak mencukupi untuk pengembangan bahan baku obat.
Perusahaan dan anak perusahaan memiliki beberapa bidang tanah dengan hak legal berupa Hak Guna Bangunan yang berjangka waktu 20 dan 30 tahun yang akan jatuh tempo antara tahun 2012 dan 2030. Dari hasil wawancara, Manajemen berpendapat tidak terdapat masalah dengan perpanjangan hak atas tanah karena seluruh tanah diperoleh secara sah dan didukung dengan bukti pemilikan yang memadai. Tanah seluas 164.768 m² berikut bangunan pabrik serta mesin dan peralatan pabrik digunakan sebagai jaminan atas hutang bank. Pada tanggal 20 Juni 2007, Bank Mandiri menyetujui perpanjangan waktu kredit modal kerja dengan plafon pinjaman sebesar Rp.125 miliar dengan tingkat suku bunga 12,5%, Fasilitas Foreign Exchange Line USD5 juta, Fasilitas pembukaan LC Impor atau SKBDN sebesar USD. 20,000,000.00 dan bank garansi Rp 25 miliar dan jatuh tempo tanggal 21 Juni 2008. Jaminan berupa persediaan, piutang dagang, tanah, bangunan pabrik, mesin dan peralatan pabrik serta inventaris kantor/pabrik di Cibitung. Modal yang diperlukan untuk pengembangan bahan baku obat adalah untuk pembelian lahan jadi tanaman obat dan tanaman atsiri, pembelian lahan untuk pabrik, pembelian mesin-mesin, pembelian alat-alat laboratorium, pembelian alat

transportasi dan lain lain, dengan total kebutuhan modal sejumlah 633 milyar rupiah, lihat lampiran 2.

4.5.3. Solusi untuk mengatasi kelemahan utama dari PT. Indofarma Tbk., dalam persiapan produksi bahan baku obat adalah :

1) Masalah kompetensi organisasi yang masih kurang dalam produksi bahan baku, dapat diatasi dengan :

- a) Menjalin kerjasama dengan perusahaan asing yang telah memproduksi bahan baku, indofarma menjadi perusahaan pembeli lisensi.
- b) Mengakuisisi perusahaan yang telah berjalan dalam produksi bahan baku, untuk mengatasi kekurangan perusahaan baik dari sisi riset, pengalaman produksi maupun pengalaman pemasaran.
- c) Melakukan pengiriman sumber daya manusia untuk dilatih di perusahaan yang telah memproduksi bahan baku terlebih dahulu.
- d) Merekrut tenaga riset maupun tenaga pemasaran dengan upah yang lebih tinggi.

Pertimbangan tersebut apabila dibandingkan dari sisi waktu dan biaya maka yang menjadi pilihan dengan skor tertinggi yakni skor 2,9 adalah merekrut tenaga riset maupun tenaga pemasaran dengan upah yang lebih tinggi lihat tabel 4.2.

Tabel 4.2.

Perbandingan Waktu, Biaya dan *Growth* antara Lisensi, Akuisisi, *Training*, dan *Recruitment* SDM ahli untuk produksi bahan baku

Key Succes	Bobot	Lisensi		Akuisisi		Training		<i>Recruitment</i> SDM ahli	
		Rating	Skor	Rating	Skor	Rating	Skor	Rating	Skor
Waktu	0,3	2	0,6	1	0,3	3	0,9	4	1,2
Biaya	0,3	2	0,6	1	0,3	4	1,2	3	0,9
Growth	0,4	3	1,2	4	1,6	1	0,4	2	0,8
	1		2,4		2,2		2,5		2,9

Sumber : Olahan Penulis

- 2). Masalah kekurangan modal penandanaan dapat diatasi dengan :
- Mencari *strategic partnership* di mana PT. Indofarma Tbk., dengan membagi keuntungan. Indofarma dapat memanfaatkan *brand name*, sumber daya yang selama ini dimiliki baik saluran distribusi, tenaga marketing, manajemen, *networking*, dan *resource* lain. Sementara, perusahaan *partner* mengeluarkan sejumlah dana untuk membeli *asset*.
 - Mengajukan pinjaman ke bank atau menerbitkan obligasi. PT. Indofarma Tbk., belum pernah menerbitkan obligasi, namun hutang usaha PT. Indofarma ke sesama BUMN mencapai 156,3 milyar rupiah, sementara ke pihak non BUMN (pihak ketiga) mencapai 233, 7 milyar rupiah. Hutang usaha terutama merupakan hutang atas pembelian bahan baku dan suku cadang dari pemasok dengan rincian di tabel 4.3.

Tabel 4.3.

Rincian Hutang Usaha Tahun 2007 dibanding Tahun 2006
PT. Indofarma Tbk.

	2008	2007
Pihak Hubungan Istimewa :		
PT. Kimia Farma	16.057.626.276	95.270.284.349
PT. RNI	2.936.571.151	58.616.965.328
Lain-lain	549.923.060	2.455.314.119
Sub Jumlah	19.544.120.487	156.342.563.796
Pihak Ketiga :		
Pembelian Lokal	191.361.308.580	146.846.578.106
SKBDN Bank Mandiri	51.528.461.185	32.003.043.830
Pembelian Import	15.658.448.828	54.819.143.553
Sub Jumlah	258.548.218.593	233.668.765.489
Jumlah	278.092.339.080	390.011.329.285
Rincian Berdasarkan Jenis Mata Uang		
Rupiah	262.433.890.252	303.189.141.902
Dolar (US) (2008:USD1.404.945, 2007:USD9.217.771)	15.384.143.466	86.822.187.383
Euro (2008:Eur 17.775)	274.305.362	-
Jumlah	278.092.339.080	390.011.329.285

Sumber : *Annual report* PT. Indofarma Tbk., 2007

Selain hutang usaha, PT. Indofarma juga mempunyai hutang bank sejumlah 179,9 milyar dengan tingkat bunga 13% per tahun. Kendala pinjaman dan obligasi, selain kepercayaan bank yang sudah mulai menurun mengingat pinjaman yang secara total sudah cukup banyak yakni sekitar 278,0 milyar rupiah hutang usaha dan 277,7 milyar rupiah hutang bank, juga mempunyai resiko jatuh tempo dan beban bunga yang harus dibayar per tahun.

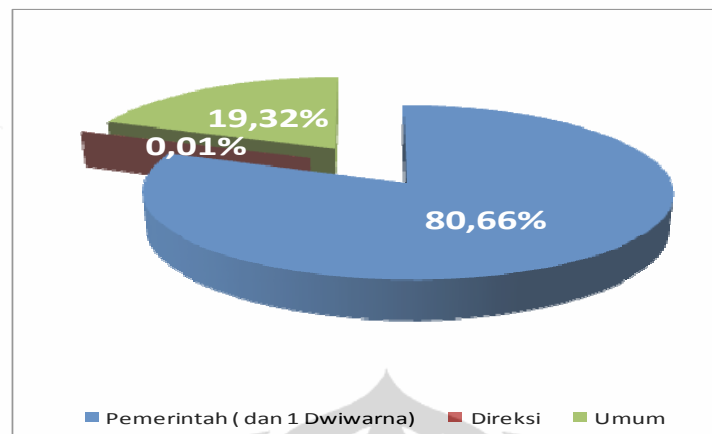
Tabel 4.4.

Pinjaman Bank PT. Indofarma Tbk Periode 2007-2008

	2008 (Rp)	2007 (Rp)
PT. Bank Mandiri Tbk Kredit Modal Kerja	277.731.196.704	179.847.357.625
Jumlah	277.731.196.704	179.847.357.625

Sumber : Laporan Keuangan PT. Indofarma Tbk., 2007-2008

- c) Menggunakan laba di tahan. Laba PT. Indofarma, sampai tahun 2007 tidak mencukupi untuk investasi dengan skala pembiayaan yang cukup besar, lihat grafik 4.7. di atas.
- d) Menerbitkan saham baru, modal di setor PT. Indofarma Tbk., adalah 10.000.000.000 lembar saham dengan nominal 100 rupiah. Saat ini saham beredar PT. Indofarma Tbk., adalah sejumlah 3.099.267.500 lembar, sehingga masih ada kesempatan untuk menerbitkan saham baru. Komposisi pemegang saham per tanggal 31 Desember 2007 adalah pemerintah memiliki 80,66% saham beredar, publik mempunyai 19,32% dan direksi mempunyai 0,01%, lihat grafik 4.9.



Grafik 4.9.

Proporsi kepemilikan saham beredar PT. Indofarma Tbk., 2008

Sumber : Laporan Keuangan PT. Indofarma Tbk., 2008

Penjualan saham baru dapat melalui mekanisme *right issue* (Penawaran umum terbatas efek pada harga tertentu yang telah ditetapkan sebelumnya kepada pemegang saham lama dalam rangka penerbitan hak memesan efek terlebih dahulu (HMETD) atau *rights*), *secondary public offering* (Penawaran efek yang dilakukan dengan menggunakan media massa, atau ditawarkan kepada lebih dari 100 (seratus) pihak, atau telah dijual kepada 50 pihak) atau menggandeng investor strategis.

4.6. Analisa Investasi Produksi Bahan Baku

Investasi pengembangan bahan baku akan difokuskan dalam pengembangan minyak atsiri, ekstrak kering dan bahan baku obat sintesa, dalam tabel 4.5, berikut ini adalah proyeksi produksi berdasarkan peluang yang ada dan telah di bahas di sub bab 4.3 di atas.

Prosentase produksi dibuat dan diproyeksikan berdasarkan :

1. kapasitas produksi masing-masing pabrik, (lampiran 3.)
2. kecepatan proses produksi,
3. harga jual,
4. daya serap pasar

Tabel 4.5.

Rencana Produksi Bahan Baku Berdasarkan Jenis dan Prosentase Produk Yang Akan di Produksi Mulai Tahun 2010 (10tahun)

Harga Penjualan			
Minyak Atsiri		Harga Jual / Kg	Persentase
1	Nilam	1.000.000	30%
2	Mawar	140.000.000	30%
3	Jarak	2.000	10%
4	Kayuputih	125.000	20%
Ekstrak kering			
5	Echinacea	15.089.000	50%
6	Pasak Bumi	500.000	50%
Sintetik			
7	Amoxycillin	600.000	70%
8	Artovastatin	250.000.000	30%

Sumber : Olahan Penulis

Minyak mawar dan nilam mempunyai prosentase produksi sama yakni 30%, padahal minyak mawar mempunyai harga jauh lebih mahal, hal ini dikarenakan minyak nilam mempunyai bahan baku olahan melimpah, sedangkan minyak mawar, walaupun keinginan perusahaan memproduksi lebih banyak, namun bahan baku olahannya yakni bunga mawar lebih sulit di dapat, sehingga harganya mahal. Demikian pula untuk pabrik ekstrak kering, dimana apabila mengacu kepada harga jual, maka ekstrak kering *Echinacea* seharusnya diproduksi lebih banyak, namun mempunyai kendala yang sama dengan minyak mawar.

Amoxycillin dan atorvastatin agak sedikit berbeda dalam prosentase produksinya, hal ini didasarkan kepada daya serap pasar, di mana untuk produksi obat yang mengandung amoxicyllin membutuhkan 500mg, sementara atorvastatin hanya membutuhkan 10 mg .

Harga Pokok Produksi untuk masing-masing produk tersebut dapat dilihat di tabel 4.6. di bawah ini.

Tabel. 4.6.

Proyeksi Harga Pokok Produksi Bahan Baku

Harga Pokok Penjualan (COGS)		
Minyak Atsiri		70%
1	Nilam	700.000
2	Mawar	98.000.000
3	Jarak	1.400
4	Kayuputih	87.500
Ekstrak Kering		70%
5	Echinacea	10.562.300
6	Pasak Bumi	350.000
Antibiotik		75%
7	Amoxycillin	420.000
8	Artovastatin	175.000.000

Sumber : Olahan Penulis

Harga Pokok Produksi tersebut, relatif sama antara minyak atsiri dan ekstrak kering yakni berkisar 70%, sementara Harga Pokok Produksi Sintetik yang mencapai 75%. Harga pokok tersebut terdiri dari Bahan Mentah, Prekursor, Pelarut, *Direct Factory Over Head* dan Pengeluaran *Indirect* yang dideskripsikan, sebagai berikut:

Tabel 4.7

Komposisi Harga Pokok Produksi Bahan Baku

Harga Pokok Penjualan		%
1	<i>Bahan mentah</i>	85,00%
2	Prekursor	
3	Pelarut	
4	Direct Factory OH	11%
	- Tetap	69%
	- Variabel	31%
5	Pengeluaran Indirect	4,00%
Total		100,00%

Sumber : Olahan Penulis

4.6.1. Proyeksi Cash Flow

Cash Flow diproyeksikan berdasarkan asumsi-asumsi di bawah ini:

1) Internal

- a) Pertumbuhan rata-rata penjualan 10,39%.
- b) Biaya Operasional 9%.
- c) Kenaikan harga untuk bahan baku 5%.
- d) Kelebihan kapasitas produksi dibanding penyerapan domestik, akan diekspor seluruhnya.
- e) Tidak ada penambahan modal sampai tahun 2019 walaupun permintaan pasar lebih tinggi dibanding kapasitas produksi.

2) Eksternal

- a) Industri farmasi diharapkan mencapai pertumbuhan penjualan sebesar 10,39% pertahun
- b) Pertumbuhan Ekonomi Indonesia tiap tahun 6-7%
- c) Depresiasi Rupiah terhadap US\$ sekitar 6% per tahun
- d) Tidak terjadi kenaikan harga bahan baku.
- e) Tingkat inflasi rata-rata maksimum 6-9% per tahun

Pabrik mulai dibangun pada tahun 2009 dan baru akan mulai produksi pada tahun 2010. Perhitungan *payback periode* dengan menggunakan rumus :

$$PP = \frac{\text{Initial Investment } Co}{\text{Annual Cash Inflow } C} \quad (4.1)$$

$$\begin{aligned} \text{Initial Investment} &= 633.000.000.000 \\ \text{Tahun I} = \text{Laba sebelum pajak} + \text{Depresiasi} &= 391.263.091.250 \rightarrow 1 \text{ Tahun} \\ &= 241.736.908.750 \\ \text{Tahun II} = 427.067.004.646/12 &= 35.588.917.054 \rightarrow 6,8 \text{ Bulan} \end{aligned}$$

Payback periode dari investasi tersebut adalah 1 tahun 6,8 bulan. Dari proyeksi *Cash Flow* (lihat lampiran 4) tersebut, perusahaan telah mampu mencapai laba pada tahun kedua dengan NPV dan IRR walaupun menggunakan

sumber modal equity 100%, dimana *cost of capital*nya cukup tinggi seperti terlihat dalam tabel 4.8. Proyeksi penjualan dan laba yang cukup progresif, dikarenakan :

- 1). PT. Indofarma merupakan Industri Bahan Baku Pertama dalam skala besar, sehingga pangsa pasar yang masih sangat luas, yakni sekitar 95% kebutuhan bahan baku obat domestik dapat dikuasai. Selain itu, baru ada 1 pesaing yang hanya memproduksi paracetamol, dengan penguasaan pasar 5% kebutuhan bahan baku domestic.
- 2). Dorongan pemerintah dengan adanya program swasembada bahan baku, mengingat 95% bahan baku masih import.

Tabel 4.8
Proyeksi Penjualan dan Laba 2009-2019

Komposisi Pendanaan	<i>Cost of Capital</i>	<i>Value of Firm</i>	NPV	IRR	PI
100% Equity (19,61%)	19,61%	1.518.925.183.762	885.925.183.762	52,36%	1,40
100% Debt (13,00%)	9,10%	2.319.595.313.520	1.686.595.313.520	52,36%	2,66
70 Equity : 30 Debt	16,46%	1.708.074.587.387	1.075.074.587.387	52,36%	1,70
30 Equity : 70 Debt	12,25%	2.022.590.943.388	1.389.590.943.388	52,36%	2,20
100 % Laba di tahan	11,50%	2.088.130.783.108	1.455.130.783.108	52,36%	2,30

Sumber : Olahan Penulis

Cost of Capital dihitung dengan menggunakan metode WACC, dengan rumus :

$$WACC = K_a = w_d \cdot K_d (1-T) + w_p \cdot K_p + W_s (K_s \text{ atau } K_e) \quad (4.2)$$

1). Untuk 100% Equity :

- a). *Cost of Equity* untuk penerbitan saham tersebut dihitung menggunakan pendekatan CAPM (*Capital Asset Pricing Model*).

$$K_s = \text{Bunga bebas resiko} + \text{premi resiko}$$

$$K_s = k_{rf} + (k_M - k_{rf}) \cdot b_i \quad (4.3)$$

Dimana K_s adalah tingkat keuntungan yang disyaratkan pada saham perusahaan, k_{rf} sebagai bunga bebas resiko diperoleh dari Suku Bunga Bank Indonesia (SBI) terakhir berdasarkan situs web bi.go.id pada bulan Desember 2008 adalah 11,08% , k_M adalah tingkat keuntungan yang disyaratkan pada portofolio pasar/index pasar, b_i = beta (ukuran risiko sistematis) saham perusahaan, menurut reuters.co.id adalah 1.13. sementara K_m diperoleh dari perhitungan return saham Indeks Saham Gabungan (IHSG) periode 2004 – 2008, yakni sebesar 18,63 (Tabel 4.9)

Tabel 4.9.

Rata-rata *return* IHSG per Semester Periode 2004-2008

Periode	Nilai IHSG	Perubahan (Km)
2004	1.000,2	
2005	1.162,6	0,1624
2006	1.614,6	0,3888
2007	2.745,8	0,7006
2008	1.355,4	(0,5064)
Rata-rata Km		0,18635

Sumber : Olahan penulis berdasar idx.co.id

$$K_s = 11,08\% + (18,63\% - 11,08\%) \times 1,13$$

$$K_s = 19,61\%$$

b). *Cost of Capitalnya* adalah :

$$WACC = w_d \cdot K_d (1-T) + w_p \cdot K_p + W_s (K_s \text{ atau } K_e) \quad (4.4)$$

$$WACC = 0 + 0 + 1 (19,61\%)$$

$$WACC = 19,61\%$$

2). Untuk 100% Debt :

a). *Cost of Debt* dihitung menggunakan rumus :

$$\text{Biaya hutang sesudah pajak} = \text{Biaya hutang sebelum pajak} \times (1 - \text{tingkat pajak}) \quad (4.5)$$

$$K_d = 13\% \times (1 - 30\%) = 9,1\%$$

b). *Cost of Capitalnya* adalah :

$$WACC = 1(9,10\%) + 0 + 0 \rightarrow WACC = 9,1\%$$

3). Untuk 100% Laba di Tahan :

a). Biaya Laba di tahan = *opportunity cost* = 11,5%

b). *Cost of Capitalnya* adalah :

$$WACC = 0+1(11,5\%)+0$$

$$WACC = 11,5\%$$

4). Untuk 70% Equity : 30% Debt

a). *Cost of Debt* 9,1% dan *Cost of Equity* 19,61% *Capital*

b). *Cost of Capitalnya* adalah :

$$WACC = 0,3(9,1)+0+0,7(19,61\%) = 2,73+13,73$$

$$WACC = 16,46\%$$

5). Untuk 30% Equity : 70% Debt

a). *Cost of Debt* 9,1% dan *Cost of Equity* 19,61% *Capital*

b). *Cost of Capitalnya* adalah :

$$WACC = 0,7(9,1)+0+0,3(19,61\%) = 6,37+5,88$$

$$WACC = 12,25\%$$

Mengacu pada tabel tersebut di atas, dapat dipastikan bahwa dengan seluruh skema pendanaan, ternyata semua memenuhi kriteria kelayakan investasi, di mana untuk Profitability Index, di atas 1, NPV positif dan $IRR > \text{cost of capital}$ dan akan ditolak jika $IRR < \text{cost of capital}$.

4.6.2. Analisa Skema Pendanaan

Dari pilihan skema pendanaan tersebut di atas, kemudian dilakukan pembobotan menggunakan *Key Succes* Investasi *cost of Capital*, *Time of Process*, kontrol manajemen dan pemegang saham lama, serta dari sisi *expertise*.

1) Pembobotan

a) **Kontrol manajemen** dan pemegang saham lama, menempati bobot tertinggi yakni 0,4 hal ini berdasarkan alasan bahwa Indofarma adalah Badan Usaha Milik Negara, sesuai tujuan awal pendirian perusahaan ini, adalah berpartisipasi aktif dalam penyehatan masyarakat dengan mengadakan obat murah dan terjangkau, sehingga kontrol manajemen dan pemegang saham lama yakni pemerintah mutlak diperlukan agar tidak semata-mata mengedepankan fungsi bisnis namun juga fungsi sosial.

- b) *Time of Process*, proses penyerapan dana sebisa mungkin dalam waktu yang cepat, mengingat program pemerintah untuk swasembada bahan baku obat tinggal 2 tahun, yakni 2011, sehingga sedapat mungkin 2010 produksi bahan baku sudah berjalan. Sehingga penulis memberikan skor 0,3.
- c) *Cost of Capital* merupakan peran penting dalam investasi, Indofarma selama ini telah menggunakan modal melalui peluncuran saham pada tahun 2001 dan memanfaatkan *bank loan* dengan *cost of equity* 13% dan mampu membayarnya sehingga walaupun penting, dalam hal ini bobotnya hanya 0,2.
- d) *Expertise* adalah kemampuan dan keahlian pemberi modal untuk mempermudah produksi bahan baku obat, namun perusahaan juga dapat merekrut ahli riset maupun ahli pemasaran bahan baku dengan biaya Sumber Daya Manusia yang lebih mahal, bobot *expertise* disini adalah 0,1.

2) Penilaian

- a) **Laba ditahan** mempunyai keunggulan *cost of Capital*, *Time of Process*, kontrol manajemen namun laba PT. Indofarma tidak mencukupi untuk pengembangan produksi bahan baku obat sejumlah 633 milyar rupiah, mengingat laba PT. Indofarma pada tahun 2008 hanya 5,0 milyar rupiah, lihat tabel 4.5. Penggunaan laba di tahan sangat menguntungkan bagi perusahaan karena perusahaan tidak menanggung *cost of capital*, walaupun demikian *opportunity cost* tetap harus diperhitungkan. *opportunity cost* bila menggunakan laba di tahan dapat diperhitungkan dengan menggunakan keuntungan investasi perusahaan, dalam hal ini, *opportunity cost* PT. Indofarma Tbk., adalah 11,5% yang diperoleh dari investasi deposito berjangka (Laporan Keuangan Indofarma, 2008:20).
- b) **Obligasi dan Bank Loan** mempunyai keunggulan dari sisi *cost of capital* dibandingkan dengan *equity* namun mengingat hutang PT. Indofarma yang sudah cukup tinggi, yakni sekitar 278,0 milyar rupiah hutang usaha dan 277,7 milyar rupiah hutang bank. *Cost of Debt* yang selama ini didapatkan oleh PT. Indofarma Tbk., adalah sebesar 13% per tahun dengan pajak 30% (Laporan Keuangan Indofarma, 2008:30), jadi apabila dalam pengembangan bahan baku obat menggunakan *Debt* atau *loan* maka *Cost*

of Capital nya 13%, lebih tinggi dari biaya laba ditahan, namun lebih rendah dari biaya *equity*. Kecenderungan perusahaan yang makin banyak menggunakan hutang, tanpa disadari secara berangsur-angsur, akan menimbulkan kewajiban yang makin berat bagi perusahaan saat harus membyara bunga dan melunasi (membayar kembali) hutang tersebut. Tidak jarang perusahaan-perusahaan yang akhirnya tidak mampu memenuhi kewajiban tersebut, dan bahkan dinyatakan pailit. Pemanfaatan hutang sebagai sumber modal, akan terkena *tax shield*, hal ini dikarenakan bila perusahaan mempunyai hutang, maka akan ada biaya bunga yang harus dibayarkan sehingga laba juga akan berkurang. Berkurangnya laba tersebut akan menurunkan juga jumlah laba yang harus dibayarkan.

- c) **Penjualan saham kedua kepada investor strategis**, unggul dari sisi kontrol, namun *cost of equity* lebih tinggi dibandingkan *bank loan* maupun obligasi. Investor strategis diberikan penawaran lebih tinggi per lembar, dibandingkan harga pasar, karena sifat kontrol yang akan diberikan kepada mereka, walaupun tergantung proporsi kepemilikan.
- d) **Penjualan saham kedua kepada pemegang saham lama**, keunggulannya adalah dari sisi kontrol manajemen dan pemegang saham lama selain itu pemegang saham lama juga tidak akan terkena efek dilusi saham.
- e) **Penjualan saham kedua kepada publik**, kendala utama adalah apabila harga pasar sedang tidak bagus, sementara kebutuhan modal diperlukan dalam waktu cepat. Berdasarkan perhitungan di atas, di dapat *cost of equity* sebesar 19,61%, lebih tinggi dari *cost of debt*, yang hanya 9,1%.
- f) **Strategic partnership** mempunyai nilai rating yang paling rendah dari sisi kontrol manajemen dan kontrol pemegang saham lama, karena *partner* tentu akan merubah dan membuat struktur yang akan merubah kebijakan sehingga dikhawatirkan PT. Indofarma Tbk., akan menerapkan strategi harga mahal untuk memperoleh keuntungan maksimal, sehingga fungsi sosial PT. Indofarma selama ini untuk mendukung kebijakan obat nasional dengan harga terjangkau menjadi terganggu, walaupun dari sisi *cost of Capital* dan *Time of Process* lebih menguntungkan.

Dari pembobotan dan penilaian strategi pendanaan tersebut, laba di tahan menempati prioritas pertama, bank loan prioritas kedua dengan bobot nilai 2,3, penjualan saham ke investor strategis diperingkat ketiga dengan bobot nilai 2,1, berturut-turut adalah penerbitan obligasi dengan bobot nilai 2, penjualan saham ke *public* dan *right issue* dengan bobot nilai sama yakni 1,9 dan terakhir adalah kerjasama dengan *strategic partner* yang menempati prioritas terakhir dengan bobot nilai 1,7 (Tabel 4.10).

Tabel 4.10.
Perbandingan Sumber Dana berdasarkan *Cost of Capital*, *Time of Process*,
Kontrol Manajemen dan *Expertise*

Key Succes	B	Penerbitan Saham Baru													
		Strategic Partner		Bank Loan		Obligasi		Laba di tahan		Penjualan saham ke Investor Strategis		Penjualan saham ke Pemegang Saham Lama (<i>right issue</i>)		Penjualan Saham ke Pasar	
		N	BxN	N	BxN	N	BxN	N	BxN	N	BxN	N	BxN	N	BxN
<i>Cost of Capital</i>	0,2	3	0,6	2	0,4	2	0,4	4	0,8	2	0,4	2	0,4	2	0,4
<i>Time of Process</i>	0,3	1	0,3	3	0,9	2	0,6	4	1,2	2	0,6	2	0,6	2	0,6
Kontrol Manajemen	0,4	1	0,4	2	0,8	2	0,8	4	1,6	2	0,8	2	0,8	2	0,8
<i>Expertise</i>	0,1	4	0,4	2	0,2	2	0,2	1	0,1	3	0,3	1	0,1	1	0,1
	1		1,7		2,3		2		3,7		2,1		1,9		1,9

Sumber : Olahan Penulis

Berdasarkan hasil penilaian terhadap hutang dan laba perusahaan saat ini, serta analisa kepentingan manajemen dan pemegang saham lama, maka yang paling memungkinkan untuk pendanaan pengembangan bahan baku obat adalah penerbitan saham baru.

Ada beberapa metode dalam penerbitan saham baru, yakni dengan menjual kepada publik, dengan penjualan terbatas pada pemegang saham lama atau dengan menggandeng investor strategis. Hasil pembobotan untuk ketiga skema pendanaan tersebut, bobot tertinggi adalah dengan skema penjualan saham kedua kepada

investor strategis dengan skor 2,1, sementara untuk penjualan kepada publik dan penjualan terbatas (*right issue*) mempunyai skor sama yakni 1,9.

Strategi Pendanaan dengan penerbitan dan penjualan saham kedua kepada investor strategis yang akan dilakukan oleh PT. Indofarma Tbk., untuk memenuhi kebutuhan pengembang bahan baku sebesar 633 milyar, mempunyai implikasi strategis bagi pemegang saham lama, dalam hal ini adalah pemerintah. Implikasi tersebut akan memberikan dampak serius yakni berkurangnya daya kontrol terhadap perusahaan agar tetap memprioritaskan program pemerintah untuk menyelenggarakan kesehatan masyarakat dengan pengadaan obat murah untuk rakyat secara luas. Oleh karena itu, sebaiknya investor strategis yang dipilih adalah investor yang bergerak dibidang yang sama yakni farmasi dan sebaiknya diutamakan perusahaan milik Negara, agar kontrol dari pemerintah tetap terjaga dan program kesehatan tetap berjalan dengan baik.

