

METODOLOGI PEMERINGKATAN PERUSAHAAN DI INDUSTRI KONSTRUKSI (*CONSTRUCTION INDUSTRY*)

RUANG LINGKUP

Metodologi Pemeringkatan Perusahaan di Industri Konstruksi (*Construction Industry*) berlaku untuk perusahaan-perusahaan di seluruh dunia yang terutama bergerak dalam pembangunan atau pemugaran infrastruktur sipil (terowongan, jalan, jembatan, pelabuhan); infrastruktur industri (pabrik manufaktur, pembangkit listrik, fasilitas pengolahan minyak dan gas); serta bangunan untuk tujuan komersial (kantor, gudang) atau tujuan publik (sekolah, rumah sakit, gedung pemerintah). Perusahaan-perusahaan ini mencakup kontraktor umum maupun subkontraktor.

Metodologi ini juga berlaku untuk perusahaan-perusahaan yang menyediakan layanan pemasangan, perbaikan, dan pemeliharaan sistem elektrik dan mekanikal, serta infrastruktur pembangkit listrik dan telekomunikasi.

Metodologi ini tidak berlaku untuk perusahaan bahan bangunan, perusahaan yang berfokus pada pembangunan rumah untuk pelanggan pribadi, perusahaan pengembang real estat, serta perusahaan yang berfokus pada produksi dan pemasangan alat berat dan mesin untuk pengguna industri dan utilitas, yang kami peringkat menggunakan metodologi lain.

Penentuan bisnis utama dari perusahaan ditentukan dari pendapatan yang diterima perusahaan dari jenis ini, atau dari laba bersih dan *cash flows* yang dihasilkan. Hal ini menentukan risiko bisnis dari perusahaan.

KARAKTERISTIK INDUSTRI

Industri Konstruksi (*Construction Industry*) memiliki beberapa karakter utama, yaitu:

- *Cyclicality*
Pola siklus ekonomi merupakan pendorong utama permintaan untuk kegiatan konstruksi dan pemugaran. Paparan terhadap area geografis, pelanggan, dan pasar akhir tertentu menentukan kinerja operasional perusahaan dalam kaitannya dengan siklus ekonomi. Dari perspektif segmentasi pelanggan yang lebih luas, pelanggan sektor swasta dan sektor pemerintahan menunjukkan perilaku pengadaan (*contracting behavior*) yang berbeda di sepanjang siklus tersebut. Pelanggan sektor swasta, yang kontraknya biasanya memiliki tingkat profitabilitas lebih tinggi, dapat menunda atau membatalkan proyek baru ketika ekonomi melambat, tetapi dapat beralih ke permintaan proyek pemugaran tergantung pada kondisi keuangan dan kebijakan investasi spesifik mereka. Kontrak sektor pemerintahan, yang biasanya kurang menguntungkan, terikat erat dengan kebijakan fiskal atau rencana pengeluaran pemerintah, yang tidak selalu terkait dengan tahapan siklus ekonomi di negara tertentu. Pengeluaran sektor pemerintahan dapat menunjukkan pola pengeluaran kontra-siklis (*anti-cyclical*), yang didukung oleh upaya untuk menstimulasi perekonomian melalui sektor konstruksi.
- Relatif memiliki margin profitabilitas yang rendah dan laba bersih yang berfluktuasi
Tingkat profitabilitas industri yang rendah sering kali disebabkan oleh banyaknya penggunaan subkontrak, yang mengurangi pendapatan dan dampaknya pada profitabilitas perusahaan, tetapi secara substansial meningkatkan tingkat fleksibilitas operasional. Demi menawarkan paket solusi yang lengkap, banyak perusahaan konstruksi bertindak sebagai "kontraktor umum" dan mengoordinasikan sumber daya dari berbagai "subkontraktor" untuk melaksanakan pekerjaan proyek, sambil tetap memegang tanggung jawab atas penyelesaian proyek tersebut. Praktek subkontrak memungkinkan mereka memiliki struktur biaya yang lebih fleksibel, namun berdampak pada penurunan profitabilitas yang signifikan. Karena kontraktor umum menagih keseluruhan biaya proyek, kontraktor umum akan mengakui pendapatan secara penuh tetapi meneruskan sebagian laba kepada para subkontraktor.

Faktor penentu lainnya dari profitabilitas dan volatilitas laba adalah jenis kontrak konstruksi. Kontrak harga tetap (*fixed-price contracts*) biasanya menawarkan potensi margin yang tinggi, tetapi risiko pembengkakan biaya (*cost overruns*) pada proyek kompleks atau proyek berdurasi panjang jauh lebih sering terjadi dibandingkan dengan kontrak *cost-plus* atau kontrak imbalan jasa (*fee for service*). Jenis kontrak tersebut tidak mengekspos kontraktor pada risiko pembengkakan biaya. Oleh karena itu, kontrak tipe *cost-plus* ini menawarkan tingkat stabilitas laba yang lebih tinggi, namun memberikan potensi margin yang lebih rendah.

Tingkat profitabilitas di industri ini juga terbebani oleh prosedur tender yang kompetitif yang memakan waktu untuk memenangkan tender, sehingga memicu penawaran yang agresif oleh perusahaan-perusahaan konstruksi. Di pasar yang sangat kompetitif atau saat terjadi penurunan siklus (*cyclical downturns*), perusahaan dapat melonggarkan standar margin demi memenangkan tender dan memenuhi kapasitas produksi tetapi tidak semua biaya tetap akan tertutupi. Perilaku ini dapat menyebabkan kerugian operasional dan defisit arus kas.

- Manajemen risiko yang efektif sangat penting dalam penentuan profitabilitas. Salah satu pendorong utama profitabilitas suatu proyek adalah proses penawaran (*bidding*). Sifat kompetitif dari proses penawaran ini dapat mendorong perusahaan untuk bertindak agresif dan mengekspos mereka pada risiko potensi masalah yang tidak terduga (*adverse surprises*).

Risiko konstruksi proyek meliputi (1) pembengkakan biaya (*cost overruns*) di atas anggaran konstruksi awal, yang menjadi ancaman lebih besar pada kontrak harga tetap (*fixed-price contracts*); serta (2) keterlambatan waktu (*time overruns*) pada penyelesaian yang tertunda, yang dapat disebabkan oleh kompleksitas proyek. Risiko konstruksi proyek bergantung pada pengalaman/rekam jejak kontraktor dalam menangani jenis proyek tertentu yang sedang dijalankan, serta sejauh mana kondisi ekonomi lokal di sekitar lokasi proyek memengaruhi biaya dan ketersediaan tenaga kerja maupun bahan bangunan selama periode konstruksi. Proyek-proyek berskala besar dapat terpapar risiko regulasi di daerah dengan kondisi politik, ekonomi, dan hukumnya kurang terprediksi atau berpotensi tidak menguntungkan bagi perusahaan di sektor ini.

- Kebutuhan modal kerja yang tinggi membutuhkan *financial flexibility*. Perusahaan konstruksi sering kali perlu mempertahankan fleksibilitas keuangan. Perusahaan mengalami fluktuasi modal kerja yang besar bukan hanya karena pembayaran yang diterima setelah penyelesaian pilar pencapaian (*milestone*) utama untuk proyek jangka panjang, melainkan juga karena penggunaan berbagai skema uang muka dari pelanggan. Pelanggan atau proyek tertentu, atau keduanya, biasanya mencakup pembayaran di muka sebelum layanan diberikan atau untuk pengadaan peralatan dan bahan bangunan. Tren yang umum terjadi pada proyek-proyek ini adalah memiliki saldo kas yang lebih tinggi pada tahap awal pelaksanaan, yang kemudian menurun dan stabil (*level out*) menjelang akhir tahap konstruksi. Alhasil, posisi kas perusahaan akan berkurang seiring habisnya penggunaan uang muka pelanggan (*worked off*), kecuali jika uang muka tersebut digantikan oleh uang muka dari proyek-proyek lainnya.

Namun, beberapa pelanggan dan jenis proyek tidak melibatkan pembayaran di muka dan memerlukan investasi modal kerja yang signifikan di awal siklus hidup proyek. Selain itu, kontraktor dapat menghadapi tuntutan kas yang besar untuk modal kerja akibat keterlambatan pembayaran dari pelanggan atau perubahan jadwal proyek yang besar dan mendadak.

PENDEKATAN PEMERINGKATAN

Metodologi pemeringkatan di industri ini dilakukan dengan melakukan berbagai analisa risiko kredit dari perusahaan-perusahaan di industri ini, termasuk faktor-faktor kuantitatif dan kualitatif yang dapat berpengaruh terhadap hasil pemeringkatan. Proses analisa risiko kredit dilakukan dengan memperhatikan faktor-faktor risiko yang terdapat pada kegiatan bisnis (Risiko Bisnis), dan Risiko Keuangan dari perusahaan-perusahaan di industri ini.

Pendekatan pemeringkatan juga dilakukan secara *forward-looking* yang merefleksikan ekspektasi KRI terhadap performa operasional maupun finansial perusahaan. Namun, *historical results* sangat membantu untuk mengetahui *patterns* dan *trends* dari performa perusahaan, termasuk perbandingannya dengan perusahaan pembanding.

Ilustrasi pendekatan Pemeringkatan Perusahaan-perusahaan di Industri Konstruksi (*Construction Industry*) ini dapat terlihat seperti gambar berikut:

Gambar 1: Ilustrasi Pendekatan Pemeringkatan Industri Konstruksi (*Construction Industry*)



ANALISA RISIKO BISNIS – FAKTOR–FAKTOR UTAMA

Skala Usaha

Skala usaha adalah indikator penting dalam mengukur kekuatan secara keseluruhan dari bisnis suatu Perusahaan. Seberapa besar pangsa pasar yang dimiliki Perusahaan, termasuk *market share* di industri dan di ekonomi suatu negara merupakan ukuran terkait pentingnya Perusahaan tersebut bagi pelanggan mereka dan seberapa kuat *bargaining strength* Perusahaan tersebut kepada *suppliers*. Skala usaha juga menentukan kemampuan Perusahaan untuk melakukan investasi terhadap sumber daya yang ada guna mempertahankan *competitive position*, memperluas wilayah pemasaran, dan distribusi secara geografis.

Skala usaha di industri ini juga menunjukkan kemampuan untuk memanfaatkan efisiensi biaya (*economies of scale*) dalam pengadaan dan distribusi produk. Skala usaha juga cenderung mencerminkan portofolio komoditas yang lebih terdiversifikasi serta bisnis yang terintegrasi secara vertikal.

Kami menggunakan parameter pendapatan untuk mengukur skala usaha.

Competitive Advantage

Competitive advantage dari suatu perusahaan di Industri Konstruksi (*Construction Industry*) sangat penting karena hal ini memengaruhi kemampuan perusahaan tersebut untuk mempertahankan atau meningkatkan *market position*, memenangkan suatu tender, dan menyelesaikan suatu proyek konstruksi dengan tepat waktu.

Competitive advantage dari suatu perusahaan meliputi kemampuan dari sumberdaya manusia yang dimiliki perusahaan untuk menyelesaikan suatu proyek, *brand reputation*, teknologi yang digunakan untuk menyelesaikan proyek yang kompleks, dan *historical* proyek yang sudah berhasil diselesaikan.

Diversifikasi

KRI melakukan analisa terkait diversifikasi yang sangat penting untuk mempertahankan stabilitas laba dan juga arus kas perusahaan. Selain itu, diversifikasi juga penting untuk menghindari *cyclicality* yang mungkin terjadi pada suatu segmen proyek tertentu, atau suatu daerah tertentu. Diversifikasi terkait *supplier* dan juga subkontraktor juga sangat penting dalam menyelesaikan berbagai proyek yang diterima oleh perusahaan.

Kami menilai diversifikasi operasional dan geografis suatu perusahaan konstruksi serta posisinya di pasar. Kami menilai diversifikasi geografis terutama berdasarkan sejauh mana pendapatan perusahaan konstruksi tersebar di berbagai wilayah ekonomi di Indonesia.

Efektivitas diversifikasi segmen biasanya mempertimbangkan korelasi antar-segmen individu. Definisi segmen bisnis dapat berbeda di antara perusahaan, sesuai dengan fokus strategis atau pengelompokan layanan konstruksi dari masing-masing perusahaan.

Operating Management

Analisa terkait kemampuan Perusahaan untuk melakukan efisiensi sehingga tercipta *cash flow* yang *sustainable* yang menggambarkan kekuatan Perusahaan terkait *competitive position*. Efisiensi yang menciptakan profitabilitas yang tinggi juga menggambarkan kemampuan Perusahaan untuk mengelola *key costs*, di mana hal ini merupakan indikator penting terkait *long-term viability* dari bisnis model yang diterapkan. Profitabilitas yang tinggi serta efisiensi kegiatan operasional dapat membantu Perusahaan untuk menghadapi perubahan ekonomi dan *cyclical downturns* yang dapat berakibat kepada *competitive position* dan *credit metrics* Perusahaan.

Kemampuan perusahaan terkait penggunaan teknologi juga sangat penting karena dapat membatasi ancaman terhadap posisi kompetitif perusahaan, serta mendukung peningkatan posisi pasar yang ada dan pengembangan peluang baru. Kekuatan perusahaan di bidang teknologi ini menjadi indikator kemampuannya untuk mempertahankan posisi bersaing yang kuat. Kepemimpinan teknologi juga mendukung margin operasional yang lebih kuat dan stabil dari waktu ke waktu.

Analisa terkait margin operasional (EBIT dan EBITDA) juga dianalisa dengan membandingkannya terhadap perusahaan lain di industri yang sama atau industri lain dengan karakteristik yang sama. Hal ini sangat penting dalam menentukan tingkat kompetitif suatu Perusahaan.

Analisa juga dilakukan terhadap kemampuan Perusahaan mengelola belanja modal (*working capital*) dan membandingkannya terhadap perusahaan sejenis lainnya juga sangat penting dalam menentukan tingkat kompetitif suatu Perusahaan.

ANALISA FAKTOR KEUANGAN – FAKTOR-FAKTOR UTAMA

Kebijakan Keuangan

Kebijakan keuangan merupakan penentu peringkat yang penting karena secara langsung memengaruhi tingkat utang Perusahaan, arah strategisnya, risiko perubahan yang merugikan dalam pembiayaan dan struktur modal, serta kualitas kredit secara keseluruhan. Kebijakan keuangan mencakup toleransi manajemen dan direksi terhadap risiko keuangan dan tingkat komitmen mereka untuk mempertahankan profil kredit yang kuat.

Toleransi risiko keuangan berfungsi sebagai pedoman untuk investasi dan alokasi modal. Strategi manajemen dalam melakukan investasi aset tetap termasuk bagaimana pendanaannya, baik dari internal (hasil dari kegiatan operasional, *dividend payout ratio*, dan lain-lain), maupun dari luar Perusahaan (pengambilan utang baru, penjualan saham baru), dapat memberikan wawasan tentang toleransi risiko.

Banyak perusahaan di sektor ini secara historis menggunakan akuisisi untuk memacu pertumbuhan pendapatan, memperluas lini bisnis, memperkuat posisi pasar (*consolidate market positions*), mendorong sinergi biaya, atau memperoleh akses ke teknologi baru.

Leverage dan Coverage

Rasio utang terhadap ekuitas (*leverage*) dan kemampuan pembayaran utang (*debt service coverage*) memberikan wawasan tentang tingkat risiko keuangan yang mampu ditanggung oleh suatu Perusahaan. Tingkat *leverage* merupakan indikator penting dari *appetite* risiko Perusahaan, terutama terkait penggunaan utang untuk berinvestasi dalam peluang pertumbuhan.

Kami menggunakan beberapa rasio untuk mengukur kemampuan suatu Perusahaan terkait hal ini. Rasio-rasio tersebut adalah *debt-to-equity Ratio* (DER), *debt-to-EBITDA Ratio*, dan *retained cash flows to total debt*.

Analisa Likuiditas

Analisa yang menyeluruh terkait kemampuan Perusahaan menghasilkan arus kas positif, serta kemampuan untuk membayar segala kewajiban keuangan jangka pendek. Kemampuan Perusahaan dalam membayar segala kewajiban keuangan jangka pendek diukur dengan rasio *interest coverage ratio* dan *debt-service coverage ratio*. Tingkat kekuatan Perusahaan dalam melunasi kewajiban keuangan jangka pendeknya diukur dengan membandingkan jumlah kewajiban keuangan tersebut dengan jumlah kas yang ada dan sumber-sumber lain yang segera dapat dikonversi menjadi kas, seperti piutang dan persediaan.

Fleksibilitas Keuangan

Merupakan analisa secara menyeluruh terkait kemampuan Perusahaan dalam mendapatkan pendanaan tambahan saat mengalami *financial distress*. Terkait hal ini, kami memperhatikan komitmen dari pemegang saham utama untuk mendukung Perusahaan melakukan ekspansi dan juga menghadapi saat-saat sulit, seperti dibuktikan dengan adanya bukti penyetoran tambahan modal di masa lampau, dan juga pemberian *corporate guarantee* untuk mendapatkan pendanaan tambahan dari pihak ketiga.

Analisa terkait kemampuan Perusahaan untuk mendapatkan persetujuan pinjaman dari pihak ketiga, juga jumlah *unused credit facility* yang masih tersedia, serta nilai aset yang masih belum dijaminkan, juga menjadi faktor penentu fleksibilitas keuangan Perusahaan.