

METODOLOGI PEMERINGKATAN PERUSAHAAN DI INDUSTRI KERTAS DAN PRODUK-PRODUK KEHUTANAN (PAPER AND FOREST PRODUCTS INDUSTRY)

RUANG LINGKUP

Metodologi Pemeringkatan Perusahaan di Industri Kertas dan Produk-Produk Kehutanan (*Paper and Forest Products Industry*) ini digunakan oleh KRI untuk melakukan kegiatan pemeringkatan bagi perusahaan-perusahaan yang melakukan kegiatan terutama bergerak dalam pemanenan dan penjualan kayu, atau pengolahan selulosa murni maupun daur ulang menjadi produk yang dijual sebagai kemasan kertas, tisu, kertas, bahan bangunan berbasis kayu, atau *pulp*. Sedangkan pemeringkatan bagi perusahaan-perusahaan yang menggunakan bahan bangunan berbasis kayu untuk membangun rumah, atau bangunan komersial lain, digunakan metodologi pemeringkatan bagi perusahaan pengembang *real estate*.

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

Karakter umum dari Industri Kertas dan Produk-Produk Kehutanan (*Paper and Forest Products Industry*) biasanya dibagi menjadi beberapa sub-sektor yaitu:

- Kemasan kertas (*paper packaging*) dan tissue
- Kertas
- Lahan hutan dan kayu
- *Pulp*

Kemasan kertas (*paper packaging*) mencakup *containerboard* atau industrial paper yang digunakan dalam kotak kardus cokelat, serta *folding carton* yang digunakan dalam kemasan konsumen untuk produk makanan (misalnya kotak sereal) dan non-makanan (misalnya produk perawatan pribadi). Tisu terutama terdiri dari kertas toilet, tisu wajah, dan handuk kertas.

Sedangkan contoh produk kertas meliputi *uncoated freesheet* yang digunakan untuk mesin fotokopi, brosur, amplop, dan formulir; *coated freesheet* yang digunakan untuk majalah; kertas koran (*newsprint*) yang digunakan untuk surat kabar; serta kertas khusus (*specialty paper*) dengan karakteristik unik (misalnya kertas saring atau label).

Kayu gelondongan (*logs*) yang dipanen dari lahan hutan digunakan untuk menghasilkan produk kayu, kertas, *pulp*, atau bahan bakar *bioenergy* adalah contoh produk dari Sub-sektor Lahan Hutan dan Kayu. Selain itu, produk kayu, seperti kayu olahan (*lumber*), kayu lapis (*plywood*), dan produk kayu rekayasa (*engineered wood*), biasanya dikonsumsi untuk konstruksi berbingkai kayu dan renovasi rumah juga termasuk di sub-sektor ini.

Sedangkan produk berupa pulp kayu keras (*hardwood*) dan kayu lunak (*softwood*) digunakan sebagai bahan baku serat untuk memproduksi kertas, kemasan kertas, dan tisu, termasuk dari Sub-sektor Pulp.

Setiap sub-sektor memiliki fundamental bisnis yang berbeda, namun permintaan, penawaran, harga, dan basis biaya umumnya menjadi pendorong kinerja keuangan bagi sebagian besar perusahaan. Permintaan dan harga untuk tisu serta kemasan kertas umumnya relatif stabil, sedangkan permintaan dan harga untuk *pulp* dan produk kayu sangat bervariasi dari tahun ke tahun.

Selain itu, kondisi ekonomi global dan regional, serta fluktuasi nilai tukar mata uang asing, dapat mempengaruhi fundamental bisnis dari subsektor-subsektor tersebut secara signifikan.

Volatilitas harga dan sifat siklikal membuat pengendalian biaya, menjadi sangat penting untuk menjaga profitabilitas. Integrasi operasional perusahaan, baik secara *backward integration*, seperti terkait penyediaan bahan baku dan pembangkitan energi, serta *forward integration*, misalnya perusahaan kemasan kertas yang mengolah *containerboard* menjadi kotak kardus, secara umum dapat membantu perusahaan mempertahankan kendali yang lebih baik atas biaya-biaya tersebut

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 Kertas dan Produk-produk Kehutanan (*Paper and Forest Products Industry*) ini dapat terlihat seperti gambar berikut:

Gambar 1: Ilustrasi Pendekatan Pemeringkatan Kertas dan Produk-produk Kehutanan (*Paper and Forest Products 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.

Vertical Integration

Vertical integration dari suatu perusahaan di industri ini sangat penting karena hal ini mempengaruhi kemampuan perusahaan tersebut untuk menghasilkan laba bersih dan juga arus kas dari kegiatan operasional yang stabil. Selain itu karakteristik pasar dari produk-produk yang dihasilkan juga penting dalam menghasilkan laba bersih dan arus kas dari kegiatan operasional yang stabil.

Analisa *vertical integration* mencakup penilaian seberapa baik bisnis perusahaan terintegrasi secara vertikal dalam upaya mengejar efisiensi serta mengoptimalkan margin dan laba. Analisa mencakup integrasi terkait bagaimana perusahaan melakukan kegiatan penanaman, pemeliharaan, panen, dan pengolahan hasil hutan berikut produk yang dihasilkannya. Produsen penghasil kayu dengan kapasitas pengolahan menjadi *pulp* atau kertas yang tidak mencukupi harus menjual kelebihan hasil produksinya kepada pihak ketiga dan memperoleh margin yang sangat tipis. Sebaliknya, jika kapasitas pabrik terlalu besar, tingkat utilitas akan rendah dan pada gilirannya menyebabkan ketidakefisienan. Memiliki fasilitas produksi untuk berbagai produk-produk turunan kehutanan juga dapat mengurangi paparan fluktuasi harga komoditas. Infrastruktur pengiriman seperti tempat penyimpanan dan/atau gudang serta kedekatan dengan pelabuhan pengiriman juga diperiksa.

Analisa terkait karakteristik pasar juga penting karena hal ini menentukan seberapa kuat pengaruh perubahan harga terhadap perubahan *financial metrics* dan juga *cash flows*. Pasar dengan jumlah *participants* yang sedikit serta *barriers to entry* yang tinggi, pada umumnya memberikan stabilitas harga yang kuat. Pasar untuk produk yang bahan bakunya diperoleh melalui impor cenderung memiliki volatilitas harga bahan baku yang tinggi dibandingkan dengan bahan baku yang diperoleh dari dalam negeri. Suatu perusahaan yang memiliki posisi sebagai *market leader*, didukung oleh *vertical integration* yang baik cenderung tidak terlalu rapuh terhadap perubahan harga dan permintaan pasar. Perusahaan yang memproduksi suatu jenis produk yang cenderung mengalami penurunan permintaan juga cenderung untuk menurunkan kapasitas produksi atau merubah alat-alat produksinya guna menghasilkan produk lain yang masih memiliki permintaan tinggi di pasar.

Diversifikasi

KRI melakukan analisa terkait diversifikasi geografis, produk, dan operasional. *Competitive advantage*, ketahanan dari *market share* yang dimiliki, juga sangat penting sebagai bagian dari diversifikasi yang dilakukan perusahaan.

Kami memberikan *point positive* untuk perusahaan yang bergerak di Industri Kertas dan Produk-produk Kehutanan yang terdiversifikasi produk, geografis, *customer*, dan juga *supplier*, serta memiliki tingkat *supply chains* yang kuat di mana mereka dapat menambahkan dengan segera produk-produk baru yang telah terbukti sukses dalam hal pemasarannya, sehingga memberikan keyakinan terhadap ketahanan model usaha (*business model*), dan juga *low volatility* terkait siklus ekonomi.

Diversifikasi geografis membantu memitigasi risiko operasional perusahaan. Perusahaan dengan banyak area penjualan memungkinkan perusahaan untuk tetap beroperasi meskipun terjadi perubahan kebijakan pemerintah daerah, pemogokan kerja, dan peristiwa terkait cuaca di lokasi tertentu. Hal ini memungkinkan perusahaan untuk tetap beroperasi meskipun beberapa pabrik atau area penjualan terdampak oleh perubahan kebijakan pemerintah, pemogokan kerja, atau peristiwa terkait cuaca. Diversifikasi jenis produk yang diperdagangkan juga memberikan ketahanan performa perusahaan, terutama diakibatkan perubahan harga jual untuk suatu produk tertentu, perubahan kebijakan pemerintah pusat terkait kuota yang diperbolehkan untuk dijual ke luar negeri untuk suatu produk tertentu, dan lain-lain.

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.

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.