

METODOLOGI PEMERINGKATAN PERUSAHAAN DI INDUSTRI PERUSAHAAN INDUK (*HOLDING COMPANY*)

RUANG LINGKUP

Metodologi Pemeringkatan Perusahaan di Industri Perusahaan Induk (*Holding Company*) ini digunakan oleh KRI untuk perusahaan induk investasi murni (*pure investment holding company*), perusahaan induk operasional (*operating holding company*), konglomerasi, dan perusahaan bertujuan khusus (*special purpose vehicle/SPV*) yang memiliki portofolio penyertaan pada perusahaan lain di sektor keuangan maupun sektor lainnya, dan yang memperoleh kemampuan membayar kewajibannya terutama dari arus kas anak usaha atau dari monetisasi portofolio penyertaan.

Penentuan bisnis utama dari perusahaan ditentukan dari komposisi portofolio penyertaan dan sumber pendapatan yang diterima perusahaan, yaitu dari dividen, imbal jasa manajemen, bunga pinjaman kepada pihak terkait, atau pendapatan operasional langsung. Hal ini menentukan risiko bisnis dari perusahaan.

KARAKTERISTIK INDUSTRI

Perusahaan induk non-operasional bergantung pada kas yang diterima dari portofolio anak usaha dan perusahaan *investee*nya untuk melayani kewajibannya. Secara umum, perusahaan induk memperoleh arus kas dari beberapa sumber, yaitu dari:

- Dividen yang diterima dari anak usaha dan perusahaan *investee*;
- Imbal jasa manajemen dan imbal jasa lainnya yang dibayarkan oleh anak usaha;
- Bunga atas pinjaman pemegang saham yang diberikan kepada pihak terkait; dan
- Hasil penjualan atau monetisasi penyertaan, yang bersifat tidak berulang namun sering menjadi sumber utama pelunasan utang.

Karakteristik penting dari perusahaan induk adalah subordinasi struktural (*structural subordination*): kreditur perusahaan induk berada di belakang kreditur anak usaha dalam hal klaim terhadap aset dan arus kas anak usaha. Dividen dari anak usaha yang diatur, misalnya bank atau perusahaan asuransi, dapat dibatasi oleh ketentuan permodalan dan regulasi, sehingga arus kas yang dapat dialirkan ke atas (*upstream*) belum tentu sebanding dengan laba anak usaha. Selain itu, perjanjian utang di tingkat anak usaha dapat membatasi pembayaran dividen.

Investasi pada anak usaha memiliki karakteristik sebagai investasi jangka panjang dan relatif kurang likuid. Oleh karena itu, kualitas portofolio, kemampuan menjual penyertaan secara tertib, dan disiplin alokasi modal sangat penting. Kemampuan perusahaan induk dalam melakukan manajemen risiko dan alokasi modal harus dibandingkan dengan perusahaan induk lain yang melakukan kegiatan investasi serupa. Kegiatan anak usaha juga beragam, mulai dari lembaga keuangan, perusahaan manufaktur, hingga penyedia jasa, yang memiliki profil risiko bisnis yang berbeda-beda.

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. Risiko Keuangan memiliki porsi penilaian yang lebih besar dibandingkan Risiko Bisnis. Bobot Risiko Keuangan yang lebih besar mencerminkan bahwa kemampuan perusahaan induk membayar kewajibannya ditentukan oleh struktur permodalan relatif terhadap nilai portofolio dan oleh kecukupan arus kas berulang, sementara kualitas portofolio *investee* tetap menjadi faktor tunggal terbesar pada Risiko Bisnis.

Pendekatan pemeringkatan juga dilakukan secara *forward-looking* yang merefleksikan ekspektasi KRI terhadap performa operasional maupun finansial perusahaan, termasuk skenario penghentian dividen dan penurunan nilai portofolio. Namun, *historical results* sangat membantu untuk mengetahui *patterns* dan *trends* dari performa perusahaan, termasuk perbandingannya dengan perusahaan pembanding. Indikator kuantitatif pada setiap faktor dibandingkan dengan matriks pemeringkatan KRI untuk kategori peringkat *ir*AAA, *ir*AA, *ir*A, dan *ir*BBB, dan dikombinasikan dengan penilaian kualitatif.

Ilustrasi pendekatan Pemeringkatan Perusahaan di Industri Perusahaan Induk (*Holding Company*) ini dapat terlihat seperti gambar berikut:

Gambar 1: Ilustrasi Pendekatan Pemeringkatan Industri Perusahaan Induk (*Holding Company*)



ANALISA RISIKO BISNIS – FAKTOR–FAKTOR UTAMA

Kualitas Kredit Perusahaan *Investee*

Perusahaan induk non-operasional bergantung pada kas yang diterima dari portofolio *investee*, terutama dividen, imbal jasa manajemen, dan bunga pihak terkait, untuk melayani kewajibannya. Kualitas kredit *investee* karena itu memiliki pengaruh langsung terhadap kelayakan kredit perusahaan induk. Penurunan kualitas *investee* dapat mengurangi ekspektasi aliran dividen, menggerus nilai ekuitas, dan menekan nilai likuidasi portofolio yang pada akhirnya menjadi penopang utang perusahaan induk. Sebaliknya, portofolio *investee* yang kuat menghasilkan arus masuk yang stabil dan berulang serta mendukung posisi *loan-to-value* yang sehat.

Portofolio dinilai dengan pendekatan rata-rata tertimbang kelayakan kredit (*weighted-average creditworthiness*). Untuk perusahaan induk investasi murni, pembobotan didasarkan pada porsi setiap *investee* terhadap total portofolio menurut nilai ekuitas atau porsi kepemilikan, dan penilaian kualitas kredit hanya diterapkan pada kepemilikan saham, bukan pada posisi reksa dana pasar uang atau pendapatan tetap. Untuk perusahaan induk operasional dan konglomerasi, kontribusi pendapatan merupakan dasar pembobotan utama, dilengkapi dengan EBITDA, ekuitas, atau aset apabila pendapatan saja tidak cukup mewakili signifikansi setiap anak usaha. Analisa difokuskan pada *investee* utama, yaitu *investee* yang secara bersama-sama mewakili setidaknya 70% dari nilai portofolio.

Likuiditas Aset

Kemampuan menjual aset portofolio secara tertib dan tepat waktu merupakan pertimbangan kredit utama bagi perusahaan induk, karena pelunasan utang biasanya bergantung pada monetisasi aset dan bukan pada arus kas operasional. Tinjauan mencakup komposisi portofolio antara kepemilikan tercatat (*listed*) dan tidak tercatat (*unlisted*), karena posisi tercatat umumnya memungkinkan penjualan yang lebih cepat dan transparan. Volatilitas harga saham dan rata-rata kapitalisasi pasar dari kepemilikan tercatat dinilai pengaruhnya terhadap kecepatan dan harga penjualan, dan metodologi valuasi serta frekuensi revaluasi aset tidak tercatat ditinjau untuk memahami seberapa andal nilai portofolio yang dinyatakan.

Kepemilikan juga diperiksa dari sisi kendala praktis untuk menjual. Saham pengendali mungkin penting secara strategis sehingga perusahaan enggan menurunkan kepemilikan di bawah ambang kendali. Posisi minoritas pada perusahaan tertutup sulit dijual tanpa pembeli yang berminat. Pembatasan kontraktual, seperti *lock-up*, penjaminan saham kepada kreditur, atau *covenant* kreditur anak usaha yang mensyaratkan kepemilikan minimum, diidentifikasi dan dinilai seberapa mengikat pada praktiknya.

Diversifikasi

Diversifikasi portofolio ditinjau menurut sektor, geografi, dan struktur kepemilikan. Konsentrasi pada satu industri membuat perusahaan induk terpapar perubahan regulasi atau gangguan siklus pada sektor tersebut, walaupun sektor itu secara umum sehat. Konsentrasi geografis dipertimbangkan apabila anak usaha beroperasi pada pasar dengan kondisi politik, regulasi, atau makroekonomi yang berbeda secara berarti. Konsentrasi pada satu atau dua *investee* besar juga dikuantifikasi.

Keseimbangan antara posisi mayoritas yang mengendalikan dan posisi minoritas dinilai karena menunjukkan kemampuan praktis perusahaan induk mengarahkan kebijakan dividen dan alokasi modal anak usaha. Posisi minoritas menawarkan pengaruh langsung yang terbatas dan dapat menarik diskon valuasi pada skenario penjualan paksa.

Manajemen dan Strategi Perusahaan

Manajemen perusahaan induk dinilai terutama melalui disiplin alokasi modal. Tidak seperti manajemen operasional yang dinilai dari kualitas eksekusi, manajemen perusahaan induk bertanggung jawab atas kualitas keputusan investasi, ketelitian proses realokasi modal, dan kemampuan membangun portofolio yang menghasilkan imbal hasil memadai relatif terhadap biaya utang perusahaan induk. Rekam jejak dalam mengidentifikasi akuisisi yang menciptakan nilai, melaksanakan divestasi yang menguntungkan, dan mendaur ulang modal secara efektif dianggap sebagai indikator utama kualitas manajemen.

Koherensi strategi juga ditinjau: perusahaan induk dengan filosofi investasi yang diartikulasikan dengan jelas dan diterapkan secara konsisten, termasuk ambang imbal hasil dan kriteria keluar yang ditetapkan, dinilai lebih baik dibandingkan portofolio yang dibentuk tanpa logika strategis yang jelas. Tata kelola, transparansi hubungan dengan pihak terkait, dan kepatuhan pada ketentuan regulasi juga dinilai.

ANALISA FAKTOR KEUANGAN – FAKTOR-FAKTOR UTAMA

Kebijakan Keuangan

Tinjauan kebijakan keuangan mencakup target *leverage* yang dinyatakan, pendekatan pengelolaan jatuh tempo utang, kebijakan dividen perusahaan induk sendiri, dan pengelolaan eksposur mata uang apabila utang dalam mata uang asing sementara arus kas portofolio sebagian besar dalam mata uang domestik. Rekam jejak pemenuhan kewajiban kepada kreditur dinilai bersama sejauh mana kebijakan keuangan telah diikuti secara konsisten.

Kompleksitas struktur grup, termasuk *covenant* utang pada perjanjian anak usaha yang membatasi pembayaran dividen ke atas atau perjanjian pemegang saham yang membatasi opsi divestasi, dinilai potensinya untuk membatasi pengelolaan keuangan perusahaan induk. Pemberian jaminan perusahaan (*corporate guarantee*) atas utang anak usaha dan pihak afiliasi dianalisa sebagai bagian dari kewajiban kontinjensi.

Struktur Modal

Karena perusahaan induk melayani utang melalui monetisasi aset dan bukan melalui pendapatan operasional yang berulang, rasio *leverage* berbasis EBITDA bukan ukuran utama yang tepat. Rasio *Loan-to-Value* (LTV), yang dihitung sebagai utang tingkat perusahaan induk yang disesuaikan dibagi estimasi nilai wajar portofolio, merupakan metrik struktur modal inti. Penyesuaian utang dapat diperlukan apabila kewajiban anak usaha yang dijamin berpotensi menjadi kewajiban neraca perusahaan induk.

Metodologi valuasi portofolio ditinjau konservatismenya, dengan nilai berbasis pasar untuk kepemilikan tercatat dan penilaian independen untuk aset tidak tercatat. Rasio pelengkap seperti *debt-to-equity ratio* (DER) dan rasio ekuitas terhadap total aset diterapkan bersama LTV apabila menambah relevansi analisa. Kami juga menilai sensitivitas LTV terhadap penurunan nilai portofolio.

Proteksi Arus Kas dan Likuiditas

Arus kas berulang dinilai dengan menghitung penerimaan dividen, imbal jasa manajemen, dan bunga pihak terkait setelah dikurangi biaya operasional tingkat perusahaan induk, beban bunga, dan kewajiban pajak. Pos tidak berulang, seperti keuntungan penjualan aset atau beban restrukturisasi sekali waktu, dikeluarkan dari perhitungan cakupan berulang namun diperhitungkan dalam pandangan kualitatif keseluruhan. Kami menggunakan beberapa parameter, yaitu rasio cakupan penerimaan berulang terhadap beban bunga dan biaya operasional perusahaan induk (*upstream cash flow coverage*), serta *interest coverage ratio*. Perusahaan induk perlu menghasilkan pendapatan berulang yang memadai untuk menutup kewajiban non-diskresioner tanpa bergantung pada penjualan aset, yang sebaiknya dipertahankan untuk pelunasan utang.

Penilaian likuiditas membandingkan kecukupan sumber kas jangka pendek terhadap kebutuhan kas yang akan datang:

- *Sources*: Kas, investasi keuangan likuid, ekspektasi arus masuk dividen dan imbal jasa manajemen dalam periode penilaian, hasil pelepasan aset yang telah pasti, fasilitas kredit komitmen yang belum ditarik, dan setoran modal pemegang saham yang telah disepakati.
- *Uses*: Jatuh tempo utang terjadwal, proyeksi beban bunga dan biaya operasional, investasi anak usaha atau pinjaman pemegang saham yang telah dikomitmenkan, dan distribusi yang telah disetujui kepada pemegang saham perusahaan induk.

Fleksibilitas Keuangan

Fleksibilitas keuangan mencakup berbagai pilihan yang tersedia bagi perusahaan induk untuk mengelola kewajibannya pada saat tekanan di luar arus kas biasa. Tinjauan mencakup aset yang tidak dijamin dan potensi monetisasinya, ketentuan dan ruang gerak *covenant* utang yang ada, ketersediaan fasilitas komitmen yang belum ditarik, dan kekuatan dukungan induk atau pemegang saham jangka panjang. Pembatasan pada perjanjian pinjaman dan obligasi yang dapat membatasi fleksibilitas pembiayaan kembali atau pelepasan aset dicatat secara khusus.

Akses yang telah terbukti terhadap pasar kredit perbankan dan pasar modal domestik pada berbagai kondisi merupakan bukti ke depan yang paling andal atas fleksibilitas keuangan. Skenario *stress* yang memodelkan dampak penghentian dividen yang berkepanjangan dan penurunan nilai portofolio digunakan untuk menilai ketahanan penyangga pelayanan utang.