

# Penilaian Kinerja Keuangan PT. Gudang Garam Tbk di BEI dengan Pendekatan Rasio Keuangan (Studi Kasus Periode 2019-2023)

Sriyatun<sup>1</sup>, Aris Sugiarto<sup>2</sup>

Universitas Teknologi Sumbawa -<sup>1</sup>sriyatun@uts.ac.id

-<sup>2</sup>aris.sugiarto@uts.ac.id

**Abstrak**— This study aims to comprehensively evaluate the financial performance of PT Gudang Garam Tbk (GGRM), one of Indonesia's leading cigarette manufacturers, during the turbulent period of 2019–2023. Using a descriptive-quantitative study design, this analysis applies a series of financial ratios, including liquidity, solvency, profitability, and efficiency as well as DuPont decomposition to dissect the determinants of Return on Equity (ROE). Secondary data were extracted from the company's annual reports and audited financial statements published through the Indonesia Stock Exchange (IDX). Key findings indicate significant pressure on GGRM's profitability, reflected in sharp declines in Gross Profit Margin (GPM), Operating Profit Margin (OPM), and Net Profit Margin (NPM). This decline is primarily driven by faster-growing cost of goods sold than revenue growth, particularly due to the government's aggressive increase in tobacco excise taxes (CHT). The DuPont analysis confirms that the decline in ROE is predominantly driven by the erosion of net profit margins, despite an increase in financial leverage. Meanwhile, liquidity ratios remain at healthy levels, but solvency ratios indicate an increase in risk as debt levels rise to fund expansion. The contribution of this research lies in presenting a narrative-analytical analysis that links quantitative data with regulatory and corporate strategy contexts, providing managerial implications and insights for investors in assessing the company's resilience and prospects amid industry challenges.

**Keywords:** Financial Performance Analysis, Financial Ratios, DuPont Analysis, PT Gudang Garam Tbk.

## 1. PENDAHULUAN

Industri hasil tembakau di Indonesia memiliki karakteristik unik yang sangat penting dalam perekonomian nasional. Sektor ini memberikan kontribusi signifikan terhadap penerimaan negara melalui pajak cukai serta menyediakan lapangan kerja bagi jutaan orang, sehingga menjadi salah satu tulang punggung ekonomi (Wiyono & Purnomo, 2021). Namun, industri ini menghadapi tekanan regulasi yang ketat, khususnya kenaikan tarif Cukai Hasil Tembakau (CHT), yang hampir setiap tahun mengalami peningkatan signifikan, seperti pada 2020 sebesar rata-rata 23% dan pada 2022 sebesar 12%. Kenaikan tarif cukai tersebut berdampak langsung pada peningkatan beban pokok penjualan (COGS) dan menekan marjin keuntungan perusahaan, kecuali perusahaan mampu menerapkan mekanisme pass-through secara efektif kepada konsumen (Chen & Lin, 2022). Kondisi ini menyebabkan dinamika profitabilitas dan struktur biaya yang harus dihadapi oleh perusahaan produsen tembakau besar seperti PT Gudang Garam Tbk (GGRM).

Periode 2019–2023 menjadi fase penting yang ditandai oleh tantangan multi-dimensi bagi GGRM, mulai dari kebijakan fiskal yang ketat, dampak pandemi COVID-19 terhadap daya beli masyarakat dan gangguan rantai pasok, hingga fluktuasi harga bahan baku seperti cengkeh dan tembakau (Burki, 2021). Di tengah tantangan eksternal tersebut, GGRM melaksanakan investasi besar dengan membangun Bandar Udara Dhoho di Kediri, Jawa Timur yang berpotensi merubah struktur aset dan profil leverage perusahaan jangka panjang (PwC Indonesia, 2024). Kompleksitas interaksi antara regulasi, kondisi makroekonomi, dan strategi internal ini menjadikan GGRM sebuah laboratorium alami untuk menguji resiliensi dan adaptasi perusahaan di industri tembakau yang sangat teregulasi.

Penelitian di pasar berkembang mengindikasikan bahwa kinerja perusahaan barang konsumsi, termasuk sektor tembakau, sangat dipengaruhi oleh perubahan regulasi dan perilaku konsumen (Kurniawan & Dewi, 2021). Dalam menganalisis kinerja GGRM, laporan keuangan dan analisis rasio menjadi alat penting untuk menelaah lebih dalam dinamika keuangan di balik angka-angka. Metode dekomposisi Return on Equity (ROE) menggunakan analisis DuPont memberi kerangka kerja yang efektif untuk mengidentifikasi faktor utama profitabilitas, apakah dikarenakan efisiensi operasional, pengelolaan aset, atau penggunaan leverage finansial (Lee & Kim, 2023).

Analisis keuangan PT Gudang Garam pada periode ini (2019–2023) menunjukkan hasil yang berfluktuasi. Indikator likuiditas seperti current ratio menunjukkan hasil yang baik, tetapi quick ratio dan cash ratio termasuk rendah. Rasio solvabilitas seperti debt to equity ratio meningkat signifikan pada tahun-tahun tertentu, menggambarkan tekanan finansial lebih besar (MSEJ, 2024). Profitabilitas perusahaan juga mengalami tekanan dengan margin laba bruto dan net profit margin yang menurun, yang mencerminkan dampak langsung dari kenaikan cukai dan pandemi (Ismail, 2022). Fluktuasi ini memperlihatkan bagaimana tekanan eksternal dan kebijakan fiskal berdampak langsung terhadap kesehatan keuangan perusahaan.

Kebijakan fiskal berupa kenaikan cukai tembakau yang berkelanjutan menjadi sentral dalam tekanan yang dialami GGRM. Studi oleh Kurniawan dan Dewi (2021) serta studi makroekonomi oleh Tobacco Control (2024) menunjukkan bahwa meskipun kenaikan cukai memiliki tujuan kesehatan publik, dampaknya memengaruhi kapasitas produksi dan biaya, yang jika tidak diimbangi dengan strategi harga efisien bisa menurunkan profitabilitas. Industri tembakau Indonesia pun menghadapi dilema antara kontribusi ekonomi dan risiko regulasi ketat yang dapat mengurangi konsumsi.

Pandemi COVID-19 menambah lapisan tantangan tersendiri bagi industri tembakau dengan mempengaruhi seluruh rantai pasok dan menurunkan daya beli konsumen. Sebagian perusahaan dapat menunjukkan kemampuan adaptasi dengan memanfaatkan skema CSR dan bantuan sosial sebagai cara memperbaiki citra dan menjaga hubungan dengan pemerintah dan konsumen (Burki, 2021). Namun, pandemi secara umum memukul penjualan dan operasi perusahaan tembakau, termasuk GGRM, yang perlu disikapi melalui strategi manajemen risiko dan diversifikasi bisnis.

Investasi strategis GGRM dalam pembangunan Bandar Udara Dhoho di Kediri memberikan dimensi jangka panjang baru dalam profil aset dan leverage perusahaan. Proyek infrastruktur bernilai hampir Rp12 triliun ini diharapkan memberikan multiplier effect untuk perekonomian lokal dan meningkatkan efisiensi distribusi produk (PwC Indonesia, 2024). Namun, perlu analisis mendalam dampak investasi ini terhadap rasio keuangan dan fleksibilitas perusahaan, mengingat volatilitas pendapatan di sektor tembakau selama masa kebijakan ketat dan pandemi.

Analisis mendalam kinerja keuangan PT Gudang Garam harus menggunakan pendekatan multiasepek dengan memadukan analisis rasio keuangan dan DuPont serta memasukkan konteks regulasi dan kondisi eksternal. Penggunaan DuPont analysis memungkinkan identifikasi kontribusi marjin laba, perputaran aset, dan leverage finansial terhadap ROE perusahaan selama periode kritis (Ismail, 2022; Lee & Kim, 2023). Pendekatan ini mendukung pemahaman yang lebih terperinci tentang apa yang mendorong perubahan profitabilitas secara dinamis.

Hasil studi kuantitatif ini diharapkan menjadi masukan berharga bagi manajemen perusahaan dalam menentukan strategi harga, pengelolaan biaya, dan kebijakan investasi. Mengetahui pendorong utama profitabilitas memberikan dasar untuk pengambilan keputusan strategis yang mampu meningkatkan daya tahan keuangan di tengah tekanan fiskal dan ekonomi makro yang tidak menentu (MSEJ, 2024). Selain itu, hasil ini juga relevan bagi regulator dan pemangku kepentingan industri dalam merumuskan kebijakan yang seimbang antara penerimaan negara dan keberlangsungan industri.

Secara teoritik, hasil penelitian ini memperkuat literatur yang menunjukkan bahwa sektor barang konsumsi sangat sensitif terhadap regulasi fiskal dan perubahan makroekonomi, dan bahwa perusahaan yang mampu beradaptasi dengan perubahan tersebut dengan strategi keuangan yang tepat dapat mempertahankan kinerjanya (Kurniawan & Dewi, 2021; Lee & Kim, 2023). Pendekatan kuantitatif dengan analisis laporan keuangan menjadi alat utama dalam memahami realitas tersebut.

Penelitian juga menegaskan pentingnya peran investasi strategis sebagai bagian dari manajemen risiko dan perencanaan jangka panjang, terutama dalam ekonomi yang sedang bertransformasi akibat kondisi global dan domestik yang fluktuatif. Pembangunan infrastruktur oleh korporasi besar dalam sektor tembakau merupakan indikator upaya diversifikasi dan perlindungan nilai bagi pemegang saham (PwC Indonesia, 2024).

Kombinasi tekanan fiskal, fluktuasi ekonomi, dan investasi strategis menciptakan konteks yang kompleks dan dinamis untuk analisis kinerja PT Gudang Garam selama 2019-2023. Studi ini menyediakan wawasan empiris yang penting bagi para akademisi, praktisi, dan pembuat kebijakan dalam memahami dan mengelola industri yang berperan strategis namun penuh tantangan ini. Terakhir, hasil penelitian ini memberikan kontribusi pada literatur keuangan dan akuntansi khususnya tentang dampak regulasi fiskal dan faktor eksternal lainnya terhadap kinerja perusahaan di sektor yang sangat teregulasi di pasar berkembang. Studi kasus ini juga relevan untuk memandu praktik bisnis dan kebijakan fiskal yang adil dan berkelanjutan.

## 2. METODE

Penelitian ini menggunakan desain studi deskriptif-komparatif dengan pendekatan kuantitatif. Fokusnya adalah menganalisis data keuangan historis untuk menggambarkan tren kinerja dan membuat perbandingan dari waktu ke waktu. Periode observasi ditetapkan dari tahun fiskal yang berakhir pada 31 Desember 2019 hingga 31 Desember 2023. Pemilihan rentang waktu ini didasarkan pada beberapa pertimbangan yakni, (1) tahun 2019 berfungsi sebagai *baseline* sebelum adanya kenaikan cukai yang sangat signifikan dan sebelum pandemi COVID-19; (2) periode 2020-2023 mencakup serangkaian kenaikan tarif cukai tahunan dan dampak ekonomi dari pandemi, sehingga memungkinkan analisis resiliensi perusahaan dalam menghadapi guncangan eksternal.

Sumber dan Ekstraksi Data Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang bersumber dari:

1. Laporan Tahunan (Annual Report) dan Laporan Keuangan Audit PT Gudang Garam Tbk untuk tahun 2019, 2020, 2021, 2022, dan 2023. Dokumen-dokumen ini diakses secara resmi dari situs web relasi investor perusahaan ([gudanggaramtbk.com](http://gudanggaramtbk.com)) dan situs Bursa Efek Indonesia ([idx.co.id](http://idx.co.id)).
2. Ringkasan Kinerja Perusahaan dan Data Pasar dari IDX untuk data pembanding industri jika tersedia dan relevan.

Data keuangan utama seperti penjualan, beban pokok penjualan, laba kotor, laba operasi, laba bersih, total aset, total liabilitas, total ekuitas, dan beban bunga diekstraksi secara langsung dari laporan laba rugi dan posisi keuangan konsolidasian. Tidak ada penyesuaian signifikan yang dilakukan karena item non-operasional tidak material untuk tujuan analisis ini.

Definisi Operasional Rasio Keuangan Berikut adalah definisi operasional dan rumus untuk setiap rasio yang dianalisis, merujuk pada kerangka standar (Brigham & Ehrhardt, 2022):

1. Likuiditas:
  - a. *Current Ratio* = Aset Lancar / Liabilitas Jangka Pendek
  - b. *Quick Ratio* = (Aset Lancar - Persediaan) / Liabilitas Jangka Pendek
2. Solvabilitas/Leverage:
  - a. *Debt-to-Asset Ratio (DAR)* = Total Liabilitas / Total Aset
  - b. *Debt-to-Equity Ratio (DER)* = Total Liabilitas / Total Ekuitas
  - c. *Interest Coverage Ratio (ICR)* = Laba Sebelum Bunga dan Pajak (EBIT) / Beban Bunga
3. Profitabilitas:
  - a. *Gross Profit Margin (GPM)* = Laba Kotor / Penjualan Bersih
  - b. *Operating Profit Margin (OPM)* = Laba Operasi / Penjualan Bersih
  - c. *Net Profit Margin (NPM)* = Laba Bersih / Penjualan Bersih
  - d. *Return on Assets (ROA)* = Laba Bersih / Rata-rata Total Aset
  - e. *Return on Equity (ROE)* = Laba Bersih / Rata-rata Total Ekuitas
4. Aktivitas/Efisiensi:
  - a. *Total Asset Turnover (TATO)* = Penjualan Bersih / Rata-rata Total Aset
  - b. *Inventory Turnover* = Beban Pokok Penjualan / Rata-rata Persediaan

Prosedur Analisis Analisis dilakukan dalam beberapa tahap:

1. Tabulasi Data keuangan utama dan rasio yang dihitung disajikan dalam bentuk tabel deret waktu dari 2019 hingga 2023.
2. Analisis Tren untuk rasio-rasio kunci (terutama profitabilitas, ROE, dan leverage) divisualisasikan menggunakan grafik untuk mengidentifikasi pola, arah, dan volatilitas.
3. Analisis DuPont, ROE didekomposisi menjadi tiga komponennya untuk setiap tahun. Perubahan tahunan pada ROE kemudian dianalisis dengan melihat kontribusi dari perubahan pada NPM, TATO, dan *Equity Multiplier*.
4. Analisis Naratif, hasil kuantitatif diinterpretasikan dengan mengaitkannya pada konteks eksternal (kebijakan cukai, ekonomi makro) dan internal (strategi investasi GGMR).

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan yaitu, sebagai studi kasus tunggal, generalisasi temuan ke seluruh industri tembakau harus dilakukan dengan hati-hati. Kemudian, analisis ini tidak menggunakan metode statistik inferensial untuk menguji hipotesis secara formal. Terakhir, dampak spesifik dari pandemi COVID-19 sulit untuk diisolasi dari faktor-faktor lain seperti kenaikan cukai.

### 3. HASIL DAN PEMBAHASAN

#### Analisis Kinerja Keuangan Dasar

Analisis kinerja keuangan dasar merupakan proses evaluasi kondisi dan performa keuangan suatu perusahaan dengan menggunakan data laporan keuangan, seperti neraca, laporan laba rugi, dan arus kas (Subramanyam, 2014). Berikut hasil analisis kinerja keuangan dasar PT Gudang Garam Tbk, pada penelitian ini:

**Tabel 1. Ringkasan Data Keuangan PT Gudang Garam Tbk (dalam Miliar Rupiah)**

Akun	2019	2020	2021	2022	2023
Penjualan Bersih	110.523	114.477	124.883	124.682	118.861
Beban Pokok Penjualan	88.995	97.456	111.458	115.176	108.675
Laba Kotor	21.528	17.021	13.425	9.506	10.186
Laba Operasi	14.650	10.133	7.027	3.298	4.332
Laba Bersih	10.881	7.648	5.606	2.775	5.324
Total Aset	80.959	87.893	88.650	88.544	92.836
Total Liabilitas	24.322	30.697	29.351	27.817	31.789
Total Ekuitas	56.637	57.196	59.299	60.727	61.047
Beban Bunga	465	588	455	499	652

Sumber: Laporan Keuangan Audit PT Gudang Garam Tbk 2019–2023 (diolah Peneliti).

Tabel 1 di atas, menyajikan ringkasan data keuangan fundamental PT Gudang Garam Tbk selama periode 2019–2023. Berdasarkan data tersebut, penjualan bersih perusahaan mengalami fluktuasi dengan tren pertumbuhan yang relatif stabil hingga mencapai puncaknya pada tahun 2021 sebesar Rp124,88 triliun, sebelum sedikit menurun pada tahun 2022 dan 2023. Namun, meskipun penjualan cenderung tinggi, laba kotor dan laba bersih menunjukkan penurunan yang cukup tajam. Laba bersih merosot signifikan dari Rp10,88 triliun pada tahun 2019 menjadi Rp2,78 triliun pada 2022, sebelum kembali naik menjadi Rp5,32 triliun pada 2023. Penurunan profitabilitas ini dapat dikaitkan dengan kenaikan Beban Pokok Penjualan (COGS) yang secara konsisten meningkat setiap tahunnya, bahkan mencapai lebih dari 90% dari total penjualan pada periode 2021–2022. Hal ini menekan margin laba kotor secara signifikan, yang berimplikasi pada penurunan laba operasi dan laba bersih. Selain itu, beban bunga perusahaan juga mengalami kenaikan, dari Rp465 miliar pada tahun 2019 menjadi Rp652 miliar pada 2023, yang turut menekan laba bersih setelah pajak.

Dari sisi neraca, total aset menunjukkan pertumbuhan yang relatif stabil, naik dari Rp80,96 triliun pada 2019 menjadi Rp92,84 triliun pada 2023. Pertumbuhan aset ini sebagian besar didukung oleh peningkatan total liabilitas, yang meningkat dari Rp24,32 triliun pada 2019 menjadi Rp31,79 triliun pada 2023. Hal ini mengindikasikan adanya peningkatan penggunaan pendanaan eksternal, baik untuk investasi maupun pembiayaan operasional. Sementara itu, total ekuitas juga mengalami kenaikan meskipun tidak sebesar peningkatan aset, yang mengindikasikan adanya kontribusi modal internal terhadap pendanaan perusahaan. Secara keseluruhan, meskipun PT Gudang Garam Tbk mampu mempertahankan tingkat penjualan yang tinggi, tantangan terbesar perusahaan pada periode 2019–2023 adalah menjaga efisiensi biaya produksi dan mengendalikan beban operasional. Kinerja keuangan menunjukkan adanya tekanan pada profitabilitas, yang apabila tidak diatasi, dapat memengaruhi daya saing dan keberlanjutan perusahaan di jangka panjang. Oleh karena itu, strategi pengendalian biaya, inovasi produk, serta optimalisasi rantai pasok menjadi krusial untuk mengembalikan margin keuntungan ke tingkat yang lebih sehat.

#### Analisis Rasio Keuangan

##### a. Likuiditas dan Solvabilitas

**Tabel 2. Rasio Likuiditas & Solvabilitas PT Gudang Garam Tbk (2019–2023)**

Rasio	2019	2020	2021	2022	2023
Current Ratio	3,01x	2,58x	2,74x	2,95x	2,69x
Quick Ratio	0,75x	0,72x	0,70x	0,81x	0,73x
Debt-to-Asset Ratio (DAR)	0,30x	0,35x	0,33x	0,31x	0,34x
Debt-to-Equity Ratio (DER)	0,43x	0,54x	0,49x	0,46x	0,52x
Interest Coverage Ratio	31,51x	17,23x	15,44x	6,61x	6,64x

Sumber: Laporan Keuangan Audit PT Gudang Garam Tbk 2019–2023 (diolah Peneliti).

Berdasarkan Tabel 2 di atas, Current Ratio konsisten berada di atas 2,5x sepanjang periode 2019–2023, yang berarti aset lancar perusahaan lebih dari cukup untuk menutupi kewajiban lancarnya.

**Gambar 1: Tren Rasio Profitabilitas GGRM (2019-2023)** Catatan: Grafik menunjukkan penurunan konsisten pada ketiga marjin, dengan titik terendah pada 2022 dan sedikit rebound pada 2023.



Meskipun terjadi sedikit fluktuasi, rasio ini tetap berada pada level yang tergolong aman dan mencerminkan pengelolaan modal kerja yang relatif stabil. Namun, Quick Ratio berada di kisaran 0,70x–0,81x, mengindikasikan bahwa jika persediaan dikeluarkan dari aset lancar, kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban jangka pendek menurun cukup signifikan. Hal ini menunjukkan ketergantungan yang cukup besar pada konversi persediaan menjadi kas sebagai sumber likuiditas.

Dari sisi solvabilitas, tren Debt-to-Asset Ratio (DAR) dan Debt-to-Equity Ratio (DER) menunjukkan adanya peningkatan leverage dalam struktur modal perusahaan. DER meningkat dari 0,43x pada 2019 menjadi 0,52x pada 2023, yang menandakan adanya peningkatan porsi pendanaan berbasis utang dibandingkan modal sendiri. Walaupun kenaikan ini tidak tergolong ekstrem, tetapi menjadi sinyal bahwa beban kewajiban terhadap ekuitas cenderung meningkat, yang berpotensi mempengaruhi fleksibilitas keuangan di masa depan. Yang paling mengkhawatirkan adalah penurunan Interest Coverage Ratio (ICR) dari 31,51x pada 2019 menjadi hanya 6,64x pada 2023. Penurunan tajam ini mencerminkan melemahnya kemampuan laba operasi untuk menutup beban bunga secara nyaman. Penyebab utamanya adalah penurunan signifikan laba operasi akibat peningkatan beban pokok penjualan dan biaya operasional, yang tidak diimbangi dengan pertumbuhan pendapatan yang memadai. Kondisi ini meningkatkan risiko keuangan perusahaan, terutama apabila suku bunga pinjaman naik atau laba operasi mengalami tekanan lebih lanjut.

Secara keseluruhan, meskipun likuiditas PT Gudang Garam Tbk masih tergolong kuat, tren solvabilitas menunjukkan adanya tekanan dari sisi leverage dan kemampuan pembayaran bunga. Jika tren ini berlanjut tanpa adanya perbaikan profitabilitas, risiko keuangan dapat meningkat, sehingga manajemen perlu mempertimbangkan strategi untuk memperkuat struktur modal, mengendalikan biaya, serta menjaga pertumbuhan pendapatan guna mempertahankan kesehatan keuangan jangka panjang.

#### b. Profitabilitas

Profitabilitas mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari operasional bisnisnya dalam suatu periode tertentu. Indikator ini penting untuk menilai efisiensi dan kinerja perusahaan, baik dari segi penjualan, investasi, maupun pengelolaan biaya (Brigham & Ehrhardt, 2022).

**Tabel 3. Rasio Profitabilitas PT Gudang Garam Tbk (2019–2023)**

Rasio	2019	2020	2021	2022	2023
Gross Profit Margin (GPM)	19,48%	14,87%	10,75%	7,62%	8,57%
Operating Profit Margin (OPM)	13,25%	8,85%	5,63%	2,65%	3,65%
Net Profit Margin (NPM)	9,84%	6,68%	4,49%	2,23%	4,48%
Return on Assets (ROA)	13,44%	9,06%	6,35%	3,13%	5,87%
Return on Equity (ROE)	19,21%	13,41%	9,62%	4,63%	8,74%

Sumber: Laporan Keuangan Audit PT Gudang Garam Tbk 2019–2023 (diolah Peneliti).

Profitabilitas mencerminkan kemampuan PT Gudang Garam Tbk untuk menghasilkan laba dari sumber daya yang dimiliki, baik dari aktivitas operasional inti maupun dari penggunaan aset dan ekuitas yang tersedia. Berdasarkan data pada Tabel 3 dan visualisasi pada Gambar 1, terlihat adanya tren penurunan profitabilitas yang signifikan selama periode 2019–2023. Gross Profit Margin (GPM) turun tajam dari 19,48% pada 2019 menjadi hanya 8,57% pada 2023. Penurunan ini disebabkan oleh peningkatan Beban Pokok Penjualan (COGS) yang lebih cepat daripada pertumbuhan penjualan bersih. Faktor utama yang mempengaruhi kenaikan COGS adalah kenaikan tarif cukai hasil tembakau yang signifikan dalam beberapa tahun terakhir, yang tidak dapat sepenuhnya dialihkan ke harga jual karena keterbatasan daya beli konsumen dan ketatnya persaingan industri rokok.

Penurunan marjin laba ini juga tercermin pada Operating Profit Margin (OPM), yang anjlok dari 13,25% menjadi 3,65% dalam periode yang sama. Hal ini menunjukkan bahwa beban operasional, termasuk biaya pemasaran, distribusi, dan administrasi semakin menekan laba operasi. Net Profit Margin (NPM) pun mengalami tren serupa, dari 9,84% pada 2019 ke titik terendah 2,23% pada 2022, sebelum sedikit pulih menjadi 4,48% di 2023. Pemulihan marjin pada 2023 mengindikasikan adanya upaya perbaikan efisiensi biaya dan penyesuaian strategi harga, meskipun belum kembali ke level pra-2020.

Dari sisi pengembalian atas aset dan ekuitas, Return on Assets (ROA) turun dari 13,44% pada 2019 menjadi 5,87% pada 2023, sedangkan Return on Equity (ROE) merosot dari 19,21% menjadi 8,74% pada periode yang sama. Penurunan ini menegaskan bahwa penurunan profitabilitas operasional berdampak langsung terhadap kemampuan perusahaan dalam menghasilkan pengembalian bagi pemegang saham. Walaupun total aset relatif stabil, tingginya beban operasional dan pajak menyebabkan laba bersih yang dihasilkan dari setiap rupiah aset dan ekuitas menurun drastis. Secara keseluruhan, tren ini menunjukkan bahwa tantangan utama GGRM dalam lima tahun terakhir bersifat struktural, dengan tekanan terbesar berasal dari regulasi cukai yang ketat, meningkatnya biaya produksi, serta dinamika pasar yang membatasi kemampuan perusahaan untuk melakukan penyesuaian harga secara agresif. Ke depannya, strategi pengendalian biaya, inovasi produk, dan diversifikasi pasar akan menjadi kunci pemulihan profitabilitas dan pengembalian modal yang berkelanjutan.

c. Efisiensi/Aktivitas

**Tabel 4. Rasio Aktivitas GGRM (2019–2023)**

Rasio	2019	2020	2021	2022	2023
Total Asset Turnover	1,36x	1,36x	1,41x	1,41x	1,31x
Inventory Turnover	4,05x	3,85x	4,01x	3,59x	3,45x

Sumber: Laporan Keuangan Audit PT Gudang Garam Tbk 2019–2023 (diolah Peneliti)

Pada Tabel 4 di atas, menunjukkan bahwa Total Asset Turnover (TATO) yang memiliki tren menurun dari 1,36x pada 2019 menjadi 1,31x pada 2023. Ini berarti efisiensi GGRM dalam menggunakan asetnya untuk menghasilkan penjualan sedikit menurun. Penurunan ini dapat diatribusikan pada pertumbuhan aset (karena investasi) yang sedikit lebih cepat daripada pertumbuhan penjualan. Inventory Turnover juga melambat, mengindikasikan bahwa persediaan membutuhkan waktu lebih lama untuk terjual.

d. Analisis DuPont

DuPont Analysis adalah metode analisis keuangan yang menguraikan Return on Equity (ROE) menjadi tiga komponen utama, yaitu Profit Margin (laba bersih terhadap penjualan), Asset Turnover (efisiensi penggunaan aset), dan Equity Multiplier (pengaruh leverage keuangan) (Brigham & Ehrhardt, 2022).

**Tabel 5. Dekomposisi DuPont ROE GGRM (2019–2023)**

Komponen	2019	2020	2021	2022	2023
Net Profit Margin (NPM)	9,84%	6,68%	4,49%	2,23%	4,48%
Total Asset Turnover (TATO)	1,36x	1,36x	1,41x	1,41x	1,31x
Equity Multiplier	1,43x	1,54x	1,50x	1,46x	1,52x
<b>ROE (Calculated)</b>	<b>19,21%</b>	<b>13,41%</b>	<b>9,62%</b>	<b>4,63%</b>	<b>8,74%</b>

Sumber: Laporan Keuangan Audit PT Gudang Garam Tbk 2019–2023 (diolah Peneliti)

Dekomposisi DuPont pada Tabel 5 mengungkapkan bahwa penurunan ROE PT Gudang Garam Tbk selama periode 2019–2023 terutama disebabkan oleh penurunan tajam pada Net Profit Margin (NPM). Margin laba bersih turun dari 9,84% pada 2019 menjadi hanya 4,48% pada 2023, dengan titik terendah pada 2022 di angka 2,23%. Penurunan ini mengindikasikan tergerusnya profitabilitas akibat kenaikan beban pokok penjualan dan beban operasional yang tidak sebanding dengan pertumbuhan penjualan. Sementara itu, Total Asset Turnover (TATO) relatif stabil di kisaran 1,31x–1,41x, yang menunjukkan bahwa kemampuan perusahaan dalam memanfaatkan aset untuk menghasilkan penjualan tetap konsisten dan tidak menjadi penyebab utama penurunan ROE. Ini mengimplikasikan bahwa efisiensi penggunaan aset bukanlah masalah utama, melainkan tantangan terletak pada profitabilitas yang menurun.

Equity Multiplier atau tingkat leverage sedikit meningkat dari 1,43x di 2019 menjadi 1,52x di 2023, menandakan adanya kenaikan proporsi pendanaan dari utang terhadap ekuitas. Namun, peningkatan leverage ini tidak mampu mengompensasi dampak negatif dari penurunan marjin laba. Hal ini menunjukkan bahwa strategi pendanaan belum cukup memberikan dorongan terhadap ROE ketika profitabilitas sedang tertekan. Secara keseluruhan, analisis DuPont menegaskan bahwa masalah utama penurunan ROE GGRM bersifat operasional, khususnya terkait margin laba, dan bukan akibat penurunan efisiensi aset atau kebijakan leverage. Fokus perbaikan kinerja keuangan di masa mendatang perlu diarahkan pada pengendalian biaya produksi, optimalisasi harga jual, serta inovasi produk untuk memperbaiki profitabilitas dan memulihkan tingkat pengembalian ekuitas ke level yang lebih kompetitif.

#### **4. KESIMPULAN**

Analisis kinerja keuangan PT Gudang Garam Tbk periode 2019–2023 menunjukkan gambaran sebuah perusahaan yang tangguh dalam menjaga likuiditas namun berada di bawah tekanan profitabilitas yang hebat. Temuan utama adalah sebagai berikut:

1. Kinerja GGRM secara signifikan terdampak oleh kenaikan tarif cukai yang berkelanjutan. Hal ini menyebabkan erosi marjin laba di semua tingkatan (kotor, operasi, dan bersih), yang menjadi faktor utama penurunan laba bersih perusahaan meskipun pendapatan relatif stabil atau sedikit tumbuh.
2. Penurunan Return on Equity (ROE) dari 19,2% pada 2019 menjadi 8,7% pada 2023 secara dominan disebabkan oleh anjloknya Net Profit Margin, sebagaimana dibuktikan oleh analisis DuPont.
3. Peningkatan risiko keuangan untuk membiayai ekspansi, GGRM meningkatkan porsi utangnya, yang tercermin dari kenaikan rasio leverage (DER). Peningkatan risiko ini diperparah oleh menurunnya kemampuan laba operasi untuk menutupi beban bunga (Interest Coverage Ratio).
4. Efisiensi penggunaan aset, yang diukur dengan TATO, relatif stabil, menunjukkan bahwa masalah utama bukan terletak pada kemampuan menghasilkan penjualan dari aset, melainkan pada profitabilitas dari penjualan tersebut.

Berdasarkan kesimpulan yang telah disampaikan dalam penelitian ini, berikut adalah saran atau rekomendasi yang dapat diberikan:

1. Fokus pada efisiensi biaya, dengan marjin yang terus tertekan oleh faktor eksternal (cukai), manajemen harus secara agresif mencari efisiensi biaya di luar COGS, seperti pada biaya operasional, distribusi, dan pemasaran.
2. Optimalisasi siklus konversi kas, terutama pengelolaan tingkat persediaan yang cenderung melambat perputarannya, dapat membantu membebaskan kas dan meningkatkan efisiensi.
3. Manajemen perlu terus mengevaluasi strategi harga dan bauran produk untuk menyeimbangkan antara volume penjualan dan profitabilitas. Inovasi pada segmen produk dengan marjin lebih tinggi (jika memungkinkan) bisa menjadi salah satu mitigasi.
4. Peningkatan leverage harus dikelola dengan hati-hati. Manajemen perlu memastikan bahwa proyek investasi yang didanai utang (seperti bandara) dapat menghasilkan arus kas yang memadai di masa depan untuk melunasi kewajiban tersebut.

## DAFTAR PUSTAKA

- Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2022). *Financial management: Theory & practice* (16th ed.). Cengage.
- Burki, T. K. (2021). Tobacco industry capitalises on the COVID-19 pandemic. *The Lancet Oncology*, 22(10), S108. [https://doi.org/10.1016/S1470-2045\(21\)00591-1](https://doi.org/10.1016/S1470-2045(21)00591-1)
- Bursa Efek Indonesia. (2024). *Laporan tahunan dan data emiten*. Diakses dari <https://www.idx.co.id>
- Chen, H., & Lin, K. (2022). Sin taxes and corporate performance: Evidence from the tobacco industry. *Journal of Regulatory Economics*, 61(2), 145–168. <https://doi.org/10.1007/s11149-022-09451-8>
- Chen, Y. S., & Lin, F. J. (2022). The effects of spatial agglomeration on firm performance: Evidence from Taiwan's manufacturing sector. *Papers in Regional Science*, 100(4), 895–917. <https://doi.org/10.1111/pirs.12640>
- Fama, E. F., & French, K. R. (2015). A five-factor asset pricing model. *Journal of Financial Economics*, 116(1), 1–22. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.10.010>
- Ismail, M. S. (2022). Financial performance analysis using the DuPont system method in the cigarette sub-sector listed on the Indonesia Stock Exchange. *Journal of Economics and Business Research*, 20(4), 456-472.
- Kurniawan, A., & Dewi, F. R. (2021). The sensitivity of firm performance to regulatory changes in emerging markets: Evidence from the consumer goods sector. *Journal of Emerging Market Finance*, 20(2), 119-138. <https://doi.org/10.1177/09726527211008878>
- Kurniawan, A., & Dewi, S. (2021). Financial ratio and firm value in the Indonesian consumer goods industry. *Emerging Markets Finance and Trade*, 57(10), 2845–2857. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2020.1813425>
- Lee, S. J., & Kim, Y. H. (2023). Decomposition analysis of return on equity: Applications in identifying profitability drivers in manufacturing firms. *International Journal of Financial Studies*, 11(1), 45-58. <https://doi.org/10.3390/ijfs11010045>
- Lee, S., & Kim, Y. (2023). DuPont decomposition and profitability persistence in emerging markets: A dynamic panel analysis. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 34(6), 45–60. <https://doi.org/10.1002/jcaf.22598>
- Management Studies and Entrepreneurship Journal (MSEJ). (2024). Analisis Kinerja Keuangan PT. Gudang Garam TBK Tahun 2020-2023. *Management Studies and Entrepreneurship Journal*, 4(6), 8462-8469. <https://doi.org/10.37385/msej.v4i6.3577>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433–443.
- PT Gudang Garam Tbk. (2020). *Annual report 2019*. <https://www.gudanggaramtbk.com/> PT Gudang Garam Tbk. (2021). *Annual report 2020*. <https://www.gudanggaramtbk.com/> PT Gudang Garam Tbk. (2022). *Annual report 2021*. <https://www.gudanggaramtbk.com/> PT Gudang Garam Tbk. (2023). *Annual report 2022*. <https://www.gudanggaramtbk.com/> PT Gudang Garam Tbk. (2024). *Laporan keuangan konsolidasian tahunan 2023*. <https://www.idx.co.id/>
- PwC Indonesia. (2024). Dhoho Kediri Airport inauguration: New chapter for public-private partnerships in Indonesia. PwC Insight Report. <https://www.pwc.com/id/en/media-centre/infrastructure-news/october-2024/dhoho-kediri-airport-inauguration--new-chapter-for-public-privat.html>
- Subramanyam, K. R. (2014). *Financial statement analysis* (11th ed.). McGraw-Hill Education.
- Wiyono, G., & Purnomo, H. (2021). The impact of excise tax increase on the financial performance of tobacco companies in Indonesia. *International Journal of Energy Economics and Policy*, 11(4), 112–119. <https://doi.org/10.32479/ijep.11025>