

Comparative Analysis of the Financial Performance of Cigarette Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange: A Trend-Based Financial Ratio Approach for the 2021–2025 Period

Revalina Anggraeni Lestari^{1*}, Salsabila Khairunnisa², Khrisna Anggun Yuliana³

^{1,2,3}Akuntansi, Ekonomi dan Bisnis, Institut Putra Perdana Indonesia, Tangerang, Indonesia

ARTICLE INFO

Keywords:

*Financial Ratio Analysis;
Financial Performance;
Tobacco Industry;
Comparative Analysis; Trend
Analysis*

ABSTRACT

Introduction/Main Objectives: This study analyzes and compares the financial performance of four tobacco companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX)—GGRM, HMSP, ITIC, and WIIM—during 2021–2025. **Background Problems:** Previous studies have mainly examined individual companies over limited periods, leaving a gap in understanding differences in financial performance amid rising cigarette excise taxes and macroeconomic pressures. **Novelty:** This study provides a longitudinal and cross-sectional comparison of all four IDX-listed tobacco companies over a five-year post-pandemic period. **Research Methods:** A descriptive quantitative approach was applied using audited annual financial statements. Liquidity, solvency, and profitability ratios were analyzed through trend analysis. **Finding/Results:** HMSP consistently leads in profitability, while WIIM demonstrates the strongest growth. GGRM shows profitability pressure but significant deleveraging, whereas ITIC maintains stable performance and the highest gross profit margin. **Conclusion:** Tobacco companies exhibit heterogeneous financial performance shaped by scale, diversification, and strategic responses to regulatory and macroeconomic pressures.

Pendahuluan/Tujuan Utama: Penelitian ini menganalisis dan membandingkan kinerja keuangan empat perusahaan rokok yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)—GGRM, HMSP, ITIC, dan WIIM—selama periode 2021–2025. **Latar Belakang Masalah:** Penelitian sebelumnya umumnya mengkaji perusahaan secara individual dalam periode terbatas, sehingga masih terdapat kesenjangan dalam memahami perbedaan kinerja keuangan di tengah kenaikan cukai rokok dan tekanan makroekonomi. **Kebaruan:** Penelitian ini memberikan perbandingan longitudinal dan lintas perusahaan terhadap seluruh perusahaan rokok yang terdaftar di BEI selama periode lima tahun pascapandemi. **Metode Penelitian:** Pendekatan kuantitatif deskriptif digunakan dengan memanfaatkan laporan keuangan tahunan yang telah diaudit. Rasio likuiditas, solvabilitas, dan profitabilitas dianalisis melalui analisis tren. **Temuan/Hasil:** HMSP secara konsisten unggul dalam profitabilitas, sedangkan WIIM menunjukkan pertumbuhan terkuat. GGRM mengalami tekanan profitabilitas tetapi berhasil melakukan deleveraging signifikan, sementara ITIC menunjukkan kinerja stabil dengan margin laba kotor tertinggi. **Kesimpulan:** Kinerja keuangan perusahaan rokok bersifat heterogen dan dipengaruhi oleh skala, diversifikasi, serta respons strategis terhadap tekanan regulasi dan makroekonomi.

* Corresponding Author at Department of Economics, Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Putra Perdana Indonesia, Jl Citra Raya Utama Barat No. 29, Cikupa, Tangerang, 15710, Indonesia.
E-mail address: revalina.anggraeni24@gmail.com, salsabilakhairunnisa1209@gmail.com, khrisna.anggun23@gmail.com

INTRODUCTION

Industri rokok merupakan salah satu sektor manufaktur yang memberikan kontribusi signifikan terhadap penerimaan negara Indonesia sekaligus menghadapi tekanan regulasi yang semakin ketat. Berdasarkan data Kementerian Keuangan Republik Indonesia, penerimaan cukai hasil tembakau (CHT) pada tahun 2023 mencapai Rp213,5 triliun, menjadikannya salah satu sumber penerimaan non-pajak terbesar (Kemenkeu, 2023). Namun di sisi lain, kenaikan tarif cukai rokok yang konsisten—rata-rata 10–12% per tahun sejak 2020—menciptakan tekanan biaya yang signifikan bagi seluruh pelaku industri (Euromonitor, 2024). Tekanan regulasi tersebut diperburuk oleh dua faktor eksternal utama: (1) penurunan daya beli masyarakat pasca pandemi COVID-19 yang mendorong pergeseran konsumen ke produk rokok dengan harga lebih rendah (*down-trading*), dan (2) meningkatnya prevalensi rokok elektrik atau *heated tobacco products* (HTP) yang menggerus pangsa pasar rokok konvensional (Haryani & Prasetyo, 2023). Kondisi ini menciptakan dinamika kinerja keuangan yang sangat berbeda antar perusahaan dalam industri yang sama, bergantung pada skala operasi, strategi produk, dan kemampuan manajemen biaya masing-masing emiten. Berdasarkan data Bursa Efek Indonesia (BEI), terdapat empat emiten rokok yang aktif diperdagangkan: PT Gudang Garam Tbk (GGRM), PT HM Sampoerna Tbk (HMSP), PT Indonesian Tobacco Tbk (ITIC), dan PT Wismlak Inti Makmur Tbk (WIIM). Keempat perusahaan ini mewakili spektrum berbeda dalam industri—GGRM sebagai produsen kretek besar berbasis Kediri, HMSP sebagai anak perusahaan Philip Morris International dengan fokus pada segmen premium, ITIC sebagai perusahaan rokok putih berkapitalisasi kecil, dan WIIM sebagai produsen rokok kretek menengah di Surabaya.

Penelitian terdahulu mengenai kinerja keuangan perusahaan rokok Indonesia masih didominasi oleh studi kasus tunggal dengan periode analisis terbatas. Harahap dkk. (2024) menganalisis GGRM periode 2021–2023 dan menemukan tren profitabilitas yang fluktuatif namun menunjukkan perbaikan pada 2023. Kartika & Sari (2023) membandingkan HMSP dan GGRM periode 2019–2022 dan menemukan bahwa HMSP secara konsisten lebih unggul dalam rasio profitabilitas. Nurhayati dkk. (2022) meneliti WIIM periode 2018–2021 dan menyimpulkan perusahaan menunjukkan pemulihan signifikan pasca transformasi bisnis. Namun demikian, belum ada penelitian yang secara komprehensif membandingkan keempat emiten dalam satu kerangka analisis terpadu dengan rentang waktu yang mencakup periode pascapandemi hingga 2025. *Research gap* yang teridentifikasi meliputi: (1) tidak adanya analisis komparatif lintas perusahaan yang mencakup seluruh emiten rokok BEI secara bersamaan; (2) keterbatasan periode analisis yang umumnya hanya 2–3 tahun; dan (3) kurangnya pembahasan yang mengaitkan hasil analisis rasio keuangan dengan kondisi makroekonomi dan dinamika regulasi cukai yang spesifik. *Novelty* penelitian ini terletak pada tiga aspek: pertama, cakupan analisis komparatif empat perusahaan rokok BEI dalam satu kerangka analitis; kedua, rentang waktu 2021–2025 yang memungkinkan analisis tren pascapandemi dan dampak kebijakan cukai progresif; dan ketiga, kombinasi *trend analysis* dan *cross-sectional comparison* yang memberikan perspektif industri yang lebih holistik. Tujuan penelitian: (1) menganalisis dan membandingkan kinerja keuangan GGRM, HMSP, ITIC, dan WIIM periode 2021–2025 melalui rasio likuiditas, solvabilitas, dan profitabilitas; (2) mengidentifikasi tren kinerja keuangan masing-masing perusahaan; dan (3) menganalisis posisi kompetitif relatif setiap perusahaan dalam industri.

LITERATURE REVIEW

Analisis Laporan Keuangan dan Rasio Keuangan

Analisis laporan keuangan merupakan proses evaluasi sistematis terhadap informasi keuangan perusahaan untuk memahami kondisi dan kinerja keuangan dalam suatu periode (Brigham & Houston, 2019). Menurut Kasmir (2019), analisis laporan keuangan bertujuan untuk mengetahui posisi keuangan perusahaan saat ini dan masa mendatang, merencanakan tindakan perbaikan, serta menjadi bahan evaluasi bagi berbagai pihak berkepentingan. Alat analisis yang paling umum digunakan adalah rasio keuangan—perbandingan matematis antara dua akun dalam laporan keuangan yang memberikan gambaran kondisi keuangan secara ringkas (Hery, 2021).

Rasio Likuiditas

Rasio likuiditas mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya menggunakan aset yang tersedia (Kasmir, 2019; Hery, 2021). Industri rokok secara struktural memiliki *quick ratio* dan *cash ratio* lebih rendah dari standar umum karena proporsi persediaan tembakau yang sangat tinggi dalam aset lancar—karakteristik

inheren yang tidak boleh diinterpretasikan sebagai kegagalan likuiditas (Haryani & Prasetyo, 2023). Jenis - jenis rasio likuiditas yang dapat digunakan perusahaan untuk mengukur kemampuan yaitu:

- Rasio lancar (Current Ratio) adalah rasio yang mengukur seberapa baik perusahaan dapat membayar kewajiban jangka pendek atau utang yang segera jatuh tempo ketika semuanya ditagih (Aning Fitriana, 2024). Rumus perhitungannya adalah :

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{Aktiva Lancar}}{\text{Utang Lancar}} \times 100\%$$

- Rasio Cepat (Quick Ratio) adalah rasio yang menunjukkan seberapa baik perusahaan dapat memenuhi atau membayar utang lancar dengan aktiva lancar tanpa mempertimbangkan nilai persediaan (Aning Fitriana, 2024). Rumus perhitungannya adalah :

$$\text{Quick Ratio} = \frac{\text{Aset Lancar} - \text{Persediaan}}{\text{Utang Lancar}} \times 100\%$$

- Rasio kas (Cash Ratio) adalah salah satu cara untuk mengetahui berapa banyak uang kas yang tersedia untuk membayar utang (Aning Fitriana, 2024). Rumus perhitungannya adalah :

$$\text{Cash Ratio} = \frac{\text{Kas} + \text{Setara Kas}}{\text{Hutang Lancar}} \times 100\%$$

Rasio Solvabilitas

Rasio solvabilitas mengukur sejauh mana aset perusahaan dibiayai oleh utang dan kemampuan perusahaan memenuhi seluruh kewajibannya (Hery, 2021). Dalam praktiknya, terdapat beberapa jenis rasio solvabilitas yang sering digunakan perusahaan, diantaranya sebagai berikut :

- Debt To Assets Ratio (Rasio Hutang Terhadap Total Aktiva) adalah rasio yang digunakan untuk perbandingan antara total aset perusahaan dan jumlah kewajiban yang belum dibayar (Aning Fitriana, 2024). Rumus perhitungannya adalah :

$$\text{DTAR} = \frac{\text{Total Kewajiban}}{\text{Total Aktiva}} \times 100\%$$

- Debt To Equity Ratio (Rasio Hutang Terhadap Ekuitas) adalah perbandingan jumlah kewajiban dengan total modal operasionalnya, atau juga disebut sebagai ekuitas. Jika rasio utang suatu perusahaan lebih besar dari modal operasionalnya, itu menunjukkan bahwa perusahaan tersebut bermasalah dalam hal solvabilitas (Aning Fitriana, 2024). Rumus perhitungannya adalah :

$$\text{DTER} = \frac{\text{Total Kewajiban}}{\text{Modal Sendiri}} \times 100\%$$

- Interest Coverage Ratio (ICR) adalah rasio yang digunakan untuk menilai kemampuan perusahaan dalam membayar bunga dari laba sebelum bunga dan pajak. Seiring meningkatnya rasio, kemampuan perusahaan untuk memenuhi pembayaran bunga juga meningkat (Hery, 2021). Rumus perhitungannya adalah :

$$\text{ICR} = \frac{\text{Laba Sebelum Bunga dan Pajak (EBIT)}}{\text{Beban Bunga}} \times 100\%$$

Rasio Profitabilitas

Rasio profitabilitas menilai kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari berbagai sumber daya yang digunakan mengukur imbal hasil bagi pemegang saham (Hery, 2021; Kasmir, 2019).

- Gross Profit Margin (Marjin Laba Kotor) adalah rasio yang digunakan untuk menentukan seberapa baik sebuah perusahaan dapat menghasilkan laba kotor dari penjualan bersih. Rasio ini menunjukkan persentase laba kotor yang diperoleh perusahaan setelah mengurangi harga pokok penjualan (Hery, 2021). Rumus perhitungannya adalah :

$$\text{Gross Profit} = \frac{\text{Laba Kotor}}{\text{Penjualan}} \times 100\%$$

- Operating Profit Margin (OPM) atau Margin Laba Operasi adalah rasio profitabilitas yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba operasi dari penjualan yang dilakukan. Rasio ini menunjukkan seberapa besar laba usaha yang diperoleh perusahaan setelah perhitungan biaya operasional, namun sebelum bunga dan pajak. Semakin tinggi nilai OPM, semakin efisien perusahaan dalam mengelola kegiatan operasionalnya untuk menghasilkan keuntungan (Hery, 2021). Rumus perhitungannya adalah:

$$OPM = \frac{Laba\ Usaha}{Pendapatan} \times 100\%$$

- c. Net Profit Margin (NPM) atau Margin Laba Bersih adalah rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih dari penjualannya. Rasio ini menunjukkan persentase laba bersih yang diperoleh perusahaan setelah dikurangi seluruh biaya, bunga, dan pajak. Semakin tinggi nilai NPM, semakin baik kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan bersih dari pendapatan yang diperoleh (Hery, 2021). Rumus perhitungannya adalah:

$$NPM = \frac{Laba\ Bersih}{Pendapatan} \times 100\%$$

- d. Return on Assets (ROA) adalah rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih dengan menggunakan seluruh aset yang dimiliki. Rasio ini menunjukkan tingkat efektivitas perusahaan dalam memanfaatkan aset untuk memperoleh keuntungan. Semakin tinggi nilai ROA, semakin baik kinerja perusahaan dalam mengelola asetnya (Hery, 2021). Rumus perhitungannya adalah:

$$ROA = \frac{Laba\ Bersih}{Rata - Rata\ Total\ Aset} \times 100\%$$

- e. ROE (Return On Equity) adalah rasio yang digunakan untuk mengukur seberapa baik sebuah perusahaan dapat menghasilkan laba bersih berdasarkan ekuitas atau modal sendiri (Hery, 2021). Rumus perhitungannya adalah :

$$ROE = \frac{Laba\ Setelah\ Bunga\ dan\ Pajak}{Modal\ Sendiri} \times 100\%$$

Penelitian Terdahulu

Sejumlah penelitian telah mengkaji kinerja keuangan perusahaan manufaktur melalui analisis rasio. Harahap dkk. (2024) menyimpulkan bahwa GGRM mengalami fluktuasi profitabilitas akibat tekanan cukai dan penurunan volume penjualan namun menunjukkan pemulihan pada 2023. Kartika & Sari (2023) menemukan bahwa HMSP secara konsisten lebih efisien menghasilkan laba dibandingkan GGRM berkat keunggulan jaringan distribusi dan kekuatan merek premium. Nurhayati dkk. (2022) menemukan transformasi bisnis signifikan WIIM pasca-pandemi. Altaf & Shah (2018) membuktikan bahwa perusahaan manufaktur dengan struktur modal konservatif (DER rendah) lebih tahan terhadap guncangan ekonomi. Amouzesh dkk. (2011) memperkuat argumen bahwa likuiditas yang terlalu tinggi pun tidak selalu optimal. Penelitian ini berbeda karena mengintegrasikan perspektif komparatif empat perusahaan dalam analisis longitudinal 2021–2025, memungkinkan identifikasi pola diferensial akibat kebijakan cukai dan kondisi makroekonomi pascapandemi.

RESEARCH METHOD

Desain dan Pendekatan Penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan deskriptif kuantitatif dengan desain studi komparatif longitudinal. Pendekatan deskriptif kuantitatif dipilih karena penelitian bertujuan menggambarkan dan menganalisis kondisi keuangan secara objektif berdasarkan data numerik (Sugiyono, 2019). Dimensi komparatif memungkinkan perbandingan antar perusahaan dalam industri yang sama, sedangkan dimensi longitudinal memungkinkan analisis tren kinerja selama 2021–2025.

Objek dan Periode Penelitian

Objek penelitian adalah empat perusahaan rokok yang terdaftar di BEI: (1) PT Gudang Garam Tbk (GGRM), (2) PT HM Sampoerna Tbk (HMSP), (3) PT Indonesian Tobacco Tbk (ITIC), dan (4) PT Wismilak Inti Makmur Tbk (WIIM). Pemilihan keempat perusahaan ini didasarkan pada pertimbangan bahwa mereka mewakili seluruh emiten sektor rokok aktif di BEI dengan kapitalisasi pasar dan skala operasi yang berbeda, sehingga memberikan gambaran menyeluruh tentang kondisi industri. Periode penelitian mencakup 2021–2025, yang mencakup fase pemulihan pascapandemi dan periode kenaikan cukai progresif.

Jenis dan Sumber Data

Penelitian menggunakan data sekunder berupa laporan keuangan konsolidasian audited (tahunan) yang dipublikasikan resmi oleh masing-masing perusahaan melalui portal BEI (idx.co.id) dan situs resmi perusahaan. Seluruh laporan keuangan telah diaudit oleh kantor akuntan publik (KAP) independen dan disampaikan kepada OJK sesuai standar akuntansi keuangan (SAK) Indonesia.

Teknik Pengumpulan Data

Pengumpulan data dilakukan melalui metode dokumentasi, yaitu mengidentifikasi, mengumpulkan, dan mencatat data keuangan dari laporan posisi keuangan (neraca), laporan laba rugi komprehensif, dan laporan arus kas masing-masing perusahaan untuk setiap tahun dalam periode penelitian.

Teknik Analisis Data

Analisis data dilakukan melalui tahapan: (1) tabulasi data keuangan dari laporan keuangan audited; (2) penghitungan rasio keuangan mengacu pada Kasmir (2019) dan Hery (2021); (3) trend analysis untuk setiap rasio pada masing-masing perusahaan; (4) cross-sectional analysis untuk mengidentifikasi keunggulan dan kelemahan relatif; (5) interpretasi hasil berdasarkan standar acuan rasio keuangan dan konteks makroekonomi; dan (6) sintesis temuan untuk menghasilkan kesimpulan berbasis bukti.

RESULTS

Rasio Profitabilitas

Tabel 1. Rekapitulasi Rasio Profitabilitas Perusahaan Rokok BEI 2021–2025

Perusahaan / Rasio	2021	2022	2023	2024	2025	Rata-rata	Tren
Gross Profit Margin (GPM)							
GGRM	11,43%	8,90%	12,27%	9,51%	10,05%	10,43%	↓
HMSP	17,00%	15,43%	16,67%	15,72%	18,38%	16,64%	↑
ITIC	26,76%	25,71%	24,81%	21,36%	21,50%	24,03%	↓
WIIM	n/a	21,29%	26,50%	22,58%	22,07%	23,11%	↑
Operating Profit Margin (OPM)							
GGRM	5,90%	3,14%	6,25%	1,71%	2,64%	3,93%	↓
HMSP	9,26%	7,44%	7,73%	6,53%	8,28%	7,85%	↓
ITIC	10,46%	11,56%	11,92%	12,82%	13,08%	11,97%	↑
WIIM	n/a	8,26%	12,63%	7,92%	8,73%	9,38%	↑
Net Profit Margin (NPM)							
GGRM	4,49%	2,23%	4,48%	0,78%	1,21%	2,64%	↓
HMSP	7,22%	5,69%	7,01%	5,64%	5,89%	6,29%	↓
ITIC	7,70%	8,58%	8,87%	6,55%	6,49%	7,64%	↓
WIIM	n/a	6,74%	10,15%	6,29%	6,57%	7,44%	↑
Return on Assets (ROA)							
GGRM	6,23%	3,11%	5,88%	0,90%	1,35%	3,50%	↓
HMSP	13,44%	11,72%	22,06%	12,56%	12,49%	14,45%	↓

Perusahaan / Rasio	2021	2022	2023	2024	2025	Rata-rata	Tren
ITIC	5,67%	7,11%	4,84%	3,28%	3,16%	4,81%	↓
WIIM	n/a	11,51%	20,85%	10,66%	13,46%	14,12%	↑
Return on Equity (ROE)							
GGRM	9,45%	4,75%	8,97%	1,24%	1,74%	5,23%	↓
HMSP	24,45%	22,05%	19,20%	23,44%	23,31%	22,49%	→
ITIC	4,32%	5,38%	7,07%	4,50%	4,49%	5,15%	→
WIIM	n/a	16,63%	29,55%	15,87%	20,30%	20,59%	↑

Sumber: BEI, laporan keuangan audited GGRM, HMSP, ITIC, WIIM 2021–2025 (diolah)

Berdasarkan Tabel 1, ITIC secara konsisten mencatat Gross Profit Margin (GPM) tertinggi di antara keempat perusahaan, berkisar 21,36%–26,76% selama 2021–2025. HMSP mempertahankan GPM stabil pada rentang 15,43%–18,38% dengan peningkatan ke 18,38% pada 2025. GGRM mencatat GPM terendah dan paling fluktuatif, jatuh ke 8,90% pada 2022 akibat lonjakan beban cukai dan biaya bahan baku, dan meskipun sempat pulih ke 12,27% (2023), kembali tertekan ke 10,05% pada 2025. Net Profit Margin (NPM) GGRM mengalami penurunan tajam dari 4,49% (2021) menjadi 0,78% (2024) sebelum sedikit pulih ke 1,21% (2025).

Dalam hal Return on Equity (ROE), HMSP menjadi pemimpin industri yang jelas dengan konsistensi di atas 19%–24%, mencerminkan kekuatan daya saing berbasis ekuitas merek dan jaringan distribusi global. WIIM menunjukkan pertumbuhan ROE paling dramatis, melonjak dari 16,63% (2022) ke puncaknya 29,55% (2023) sebelum terkoreksi ke 20,30% (2025). ROE GGRM hanya 1,74% pada 2025—jauh di bawah rata-rata industri—mengindikasikan bahwa imbal hasil bagi pemegang saham berada pada level yang sangat rendah akibat tekanan struktural yang persisten.

Rasio Likuiditas

Tabel 2. Rekapitulasi Rasio Likuiditas Perusahaan Rokok BEI 2021–2025

Perusahaan / Rasio	2021	2022	2023	2024	2025	Rata-rata	Tren
Current Ratio (kali)							
GGRM	2,09	1,90	1,83	2,29	3,68	2,36	↑
HMSP	1,88	1,69	1,72	1,63	1,76	1,74	→
ITIC	0,88	1,06	1,02	1,38	1,39	1,15	↑
WIIM	n/a	2,84	3,08	2,44	2,63	2,75	↓
Quick Ratio (kali)							
GGRM	0,42	0,27	0,26	0,34	0,56	0,37	↑
HMSP	1,07	0,94	0,90	0,70	0,77	0,88	↓
ITIC	0,11	0,06	0,08	0,11	0,12	0,10	↑
WIIM	n/a	1,45	0,84	0,72	0,69	0,93	↓
Cash Ratio (kali)							
GGRM	0,15	0,15	0,14	0,18	0,34	0,19	↑
HMSP	0,81	0,13	0,12	0,10	0,23	0,28	↓
ITIC	0,016	0,011	0,016	0,023	0,024	0,018	↑
WIIM	n/a	1,08	0,39	0,41	0,36	0,56	↓

Sumber: BEI, laporan keuangan audited GGRM, HMSP, ITIC, WIIM 2021–2025 (diolah)

Berdasarkan Tabel 2, current ratio seluruh perusahaan secara umum berada di atas 1,0x—kecuali ITIC pada 2021 (0,88x). GGRM mencatat peningkatan current ratio yang dramatis dari 1,83x (2023) menjadi 3,68x (2025), didorong oleh pengurangan signifikan liabilitas jangka pendek seiring pelunasan kewajiban dan penurunan utang usaha. HMSP mempertahankan current ratio stabil pada 1,63x–1,88x, mencerminkan manajemen modal kerja yang terukur. ITIC

menunjukkan perbaikan gradual dari 0,88x (2021) ke 1,39x (2025), mencerminkan peningkatan manajemen modal kerja yang konsisten.

Quick ratio seluruh perusahaan secara konsisten jauh lebih rendah dari current ratio, mencerminkan karakteristik utama industri rokok di mana persediaan tembakau—yang memerlukan masa penyimpanan (aging) hingga 2–3 tahun—mendominasi komposisi aset lancar (Haryani & Prasetyo, 2023). GGRM mencatat quick ratio terendah di industri (0,26x–0,56x) yang merupakan konsekuensi model bisnis produksi rokok kretek, bukan indikator kegagalan likuiditas. HMSP memiliki quick ratio relatif lebih baik (0,70x–1,07x) karena struktur aset lancar yang lebih diversifikasi.

Rasio Solvabilitas

Tabel 3. Rekapitulasi Rasio Solvabilitas Perusahaan Rokok BEI 2021–2025

Perusahaan / Rasio	2021	2022	2023	2024	2025	Rata-rata	Tren
Debt to Assets Ratio – DAR (%)							
GGRM	34,10%	34,67%	34,17%	27,10%	16,85%	29,38%	↓
HMSP	45,02%	48,58%	46,00%	47,77%	45,02%	46,48%	→
ITIC	38,36%	34,14%	28,73%	32,02%	27,14%	32,08%	↓
WIIM	n/a	30,79%	28,28%	36,69%	30,90%	31,67%	→
Debt to Equity Ratio – DER (kali)							
GGRM	0,52	0,53	0,52	0,37	0,20	0,43	↓
HMSP	0,82	0,94	0,85	0,91	0,82	0,87	→
ITIC	0,62	0,52	0,40	0,47	0,37	0,48	↓
WIIM	n/a	0,44	0,39	0,58	0,45	0,47	→
Interest Coverage Ratio – ICR (kali)							
GGRM	98,26	14,90	12,85	3,36	8,47	27,57	↓
HMSP	161,91	165,30	214,72	194,57	240,17	195,33	↑
ITIC	1,36	2,11	2,86	3,20	3,13	2,53	↑
WIIM	n/a	273,81	670,92	36,43	22,34	250,88	↓

Sumber: BEI, laporan keuangan audited GGRM, HMSP, ITIC, WIIM 2021–2025 (diolah)

Berdasarkan Tabel 3, seluruh perusahaan mempertahankan DAR di bawah 50% sepanjang 2021–2025. GGRM menunjukkan tren DAR yang menurun secara dramatis dari 34,10% (2021) menjadi 16,85% (2025)—proses deleveraging yang agresif mencerminkan pengurangan beban utang meskipun menghadapi tekanan profitabilitas. DAR 16,85% merupakan posisi yang sangat konservatif dan memberikan bantalan keamanan (safety margin) yang substansial. HMSP mempertahankan DAR stabil pada kisaran 45%–49%, mencerminkan kebijakan leverage moderat yang terukur dengan kemampuan menghasilkan arus kas operasional sangat kuat (ICR >140x).

Interest Coverage Ratio (ICR) HMSP menunjukkan penguatan luar biasa dari 161,91x (2021) menjadi 240,17x (2025), mengindikasikan bahwa beban bunga hanya merupakan sebagian sangat kecil dari laba operasional. Sebaliknya, GGRM mengalami penurunan ICR tajam dari 98,26x (2021) menjadi 3,36x (2024) yang terutama mencerminkan penurunan laba operasional—bukan kenaikan utang. Meskipun ICR 8,47x (2025) masih di atas ambang batas minimal 3x yang direkomendasikan, tren penurunan yang persisten ini memerlukan perhatian manajemen. ITIC sebaliknya menunjukkan perbaikan ICR konsisten dari 1,36x (2021) ke 3,13x (2025).

DISCUSSION

Hasil analisis rasio keuangan keempat perusahaan tidak dapat dilepaskan dari konteks industri dan faktor makroekonomi yang melingkupinya. Kebijakan kenaikan tarif cukai rokok hasil tembakau (CHT) rata-rata 10–12% per tahun sejak 2020 telah menciptakan tekanan biaya produksi yang ditanggung oleh seluruh emiten, namun dengan intensitas berbeda bergantung pada komposisi produk masing-masing (Kemenkeu, 2023). Perusahaan dengan portofolio dominan pada sigaret kretek mesin (SKM) golongan I yang dikenai tarif cukai tertinggi—seperti GGRM—menanggung beban lebih berat dibandingkan perusahaan dengan diversifikasi produk lebih luas.

Penurunan daya beli masyarakat selama 2022–2023 akibat tekanan inflasi global mendorong fenomena down-trading, di mana konsumen beralih ke rokok dengan harga lebih rendah. Hal ini relatif menguntungkan ITIC dan WIIM yang memiliki produk di segmen harga menengah-bawah, namun merugikan GGRM yang lebih bergantung pada segmen menengah-atas. Kenaikan suku bunga acuan Bank Indonesia dari 3,5% (Januari 2022) ke 6,0% (Oktober 2023) berdampak pada meningkatnya beban bunga, meskipun dampaknya relatif kecil bagi perusahaan dalam sampel yang umumnya memiliki leverage rendah.

Secara komparatif, HMSP menunjukkan ketahanan (resilience) terkuat terhadap tekanan industri berkat ekuitas merek yang kuat (Marlboro, Sampoerna A), efisiensi rantai pasok sebagai bagian jaringan global Philip Morris International, dan keunggulan pada segmen premium yang kurang sensitif terhadap kenaikan harga. Temuan ini selaras dengan Kartika & Sari (2023) yang menyimpulkan bahwa afiliasi multinasional memberikan keunggulan kompetitif yang signifikan dalam menghadapi tekanan regulasi domestik.

WIIM menunjukkan adaptasi terbaik dalam hal akselerasi pertumbuhan—berhasil meningkatkan profitabilitas secara signifikan melalui optimasi bauran produk dan ekspansi distribusi, dengan ROE mencapai 29,55% pada 2023. Transformasi ini sejalan dengan temuan Nurhayati dkk. (2022) mengenai potensi pemulihan WIIM pascapandemi yang kini terbukti telah terwujud sepenuhnya. GGRM menghadapi tantangan struktural terberat, namun langkah deleveraging agresif (DAR turun dari 34% ke 16,85%) memberikan fondasi keuangan yang lebih solid untuk pemulihan jangka menengah. ITIC menunjukkan profil paling konservatif namun stabil—GPM tertinggi di industri mengindikasikan efisiensi biaya produksi yang superior, meskipun ROE yang rendah mencerminkan kapasitas pertumbuhan yang masih terbatas. Temuan ini mendukung argumen Altaf & Shah (2018) bahwa konservatisme finansial memberikan stabilitas namun membatasi pertumbuhan imbal hasil.

CONCLUSION

Berdasarkan hasil analisis komparatif kinerja keuangan keempat perusahaan rokok BEI periode 2021–2025, penelitian ini menghasilkan tiga temuan utama. Pertama, kinerja keuangan industri rokok Indonesia bersifat sangat heterogen meskipun berada dalam konteks regulasi yang sama. HMSP secara konsisten unggul dalam semua dimensi profitabilitas (ROE 19–24%), WIIM menunjukkan pertumbuhan dinamis dengan ROE puncak 29,55% (2023), GGRM menghadapi tekanan profitabilitas struktural (ROE hanya 1,74% pada 2025) namun berhasil memperkuat struktur modal (DAR 16,85%), sedangkan ITIC menunjukkan profil konservatif dan stabil dengan GPM tertinggi di industri. Kedua, tren likuiditas secara umum menunjukkan perbaikan, meskipun quick ratio struktural rendah karena dominasi persediaan tembakau—karakteristik inheren industri yang tidak boleh diinterpretasikan sebagai risiko likuiditas tanpa mempertimbangkan konteks bisnis. Ketiga, faktor makroekonomi—khususnya kebijakan kenaikan cukai progresif dan perubahan daya beli—menjadi determinan utama yang membentuk perbedaan kinerja antar perusahaan, dengan dampak yang bervariasi sesuai komposisi produk dan strategi harga masing-masing emiten.

MANAGERIAL IMPLICATION

Temuan penelitian ini memiliki sejumlah implikasi manajerial yang penting. Bagi manajemen GGRM, prioritas strategis sebaiknya diarahkan pada diversifikasi portofolio produk menuju segmen harga yang lebih luas dan eksplorasi produk tembakau alternatif (HTP/e-cigarette) untuk memulihkan profitabilitas jangka menengah. Tekanan struktural dari kenaikan cukai SKM golongan I diprediksi akan terus berlanjut sehingga bergantung pada satu segmen produk merupakan risiko strategis yang perlu dimitigasi. Proses deleveraging yang berhasil menurunkan DAR ke 16,85% memberikan ruang fiskal yang memadai untuk berinvestasi dalam transformasi produk.

Bagi manajemen HMSP, strategi yang ada perlu dipertahankan dengan fokus pada pemeliharaan kekuatan merek di segmen premium dan akselerasi pengembangan produk smoke-free. Konsistensi ROE di atas 22% menunjukkan alokasi modal yang efisien dan perlu dipertahankan. Bagi manajemen WIIM, momentum pertumbuhan 2023 perlu dikapitalisasi

melalui penguatan distribusi dan investasi dalam kapasitas produksi, dengan menjaga disiplin biaya agar efisiensi GPM tidak tergerus oleh ekspansi yang terlalu agresif. Bagi manajemen ITIC, fokus pada peningkatan volume penjualan dan optimasi leverage keuangan dapat membantu meningkatkan ROE yang saat ini masih di bawah rata-rata industri. Kemampuan manajemen biaya yang tercermin dari GPM tertinggi merupakan keunggulan kompetitif yang perlu dimanfaatkan untuk ekspansi pasar.

Bagi investor, HMSP menawarkan stabilitas imbal hasil yang konsisten sebagai pilihan defensif, sementara WIIM memiliki potensi pertumbuhan lebih tinggi dengan profil risiko yang lebih besar. GGRM saat ini lebih tepat dipandang sebagai investasi pemulihan jangka menengah dengan katalis dari transformasi produk dan fondasi neraca yang telah diperkuat. ITIC cocok untuk investor yang mengutamakan stabilitas di atas pertumbuhan.

LIMITATION AND FUTURE RESEARCH

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan. Pertama, analisis hanya mencakup empat emiten yang terdaftar di BEI sehingga tidak merepresentasikan seluruh industri rokok Indonesia, termasuk pemain besar yang belum go public seperti PT Djarum dan PT Bentoel. Kedua, metode analisis rasio keuangan bersifat historis dan tidak memiliki kapasitas prediktif, sehingga kesimpulan mengenai prospek perusahaan di masa mendatang memerlukan analisis fundamental yang lebih komprehensif. Ketiga, perbedaan kebijakan akuntansi antar perusahaan dapat menghasilkan bias komparasi meskipun seluruh laporan keuangan telah memenuhi standar SAK. Keempat, periode 2021–2025 yang mencakup kondisi pascapandemi dapat membatasi generalisasi temuan ke periode normal.

Penelitian mendatang disarankan: (1) memperluas analisis dengan variabel makroekonomi yang diintegrasikan secara eksplisit dalam model regresi panel data; (2) memasukkan perusahaan rokok non-publik untuk gambaran industri yang lebih komprehensif; (3) menambahkan dimensi analisis arus kas (cash flow analysis) yang lebih detail untuk melengkapi analisis rasio; dan (4) mengeksplorasi dampak regulasi Rencana Induk Pengendalian Tembakau (RIPCT) yang sedang disusun pemerintah terhadap kinerja keuangan jangka panjang industri.

REFERENCES

- Altaf, N., & Shah, F. (2018). How does working capital management affect the profitability of Indian companies? *Journal of Advances in Management Research*, 14(2), 211–223.
- Amouzesh, N., Moeinfar, Z., & Mousavi, Z. (2011). Sustainable growth rate and firm performance: Evidence from Iran stock exchange. *International Journal of Business and Social Science*, 2(23), 249–255.
- Aning Fitriana, (2024) Buku Ajar Analisis Laporan Keuangan.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2019). *Fundamentals of Financial Management* (15th ed.). Cengage Learning.
- Dewi, R. K., & Nugroho, A. (2022). Analisis kinerja keuangan perusahaan manufaktur sektor industri rokok yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen dan Bisnis*, 11(1), 45–57.
- Euromonitor International. (2024). *Cigarettes in Indonesia 2024*. Euromonitor International.
- Harahap, F. S., Nasution, R., & Siregar, M. (2024). Analisis rasio keuangan PT Gudang Garam Tbk periode 2021–2023. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 12(2), 88–102.
- Haryani, S., & Prasetyo, B. (2023). Dampak kenaikan cukai rokok terhadap kinerja keuangan perusahaan rokok Indonesia. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, 38(1), 67–82.
- Hery. (2021). *Analisis Laporan Keuangan: Integrated and Comprehensive Edition*. PT Grasindo.
- Kartika, A., & Sari, D. P. (2023). Perbandingan kinerja keuangan PT HM Sampoerna Tbk dan PT Gudang Garam Tbk periode 2019–2022 menggunakan analisis rasio. *Jurnal Ilmu Manajemen dan Akuntansi*, 11(2), 134–148.
- Kasmir. (2019). *Analisis Laporan Keuangan*. PT RajaGrafindo Persada.
- Kementerian Keuangan Republik Indonesia. (2023). *Laporan Kinerja Kementerian Keuangan 2023*. Kemenkeu RI.
- Nurhayati, S., Rosdiana, W., & Putri, A. (2022). Analisis kinerja keuangan PT Wismilak Inti Makmur Tbk periode 2018–2021. *Jurnal Manajemen dan Keuangan*, 10(1), 22–38.
- Sugiyono. (2019). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D*. Alfabeta.
- BEI (Bursa Efek Indonesia). Laporan Keuangan Tahunan GGRM 2021–2025. Diakses dari <https://www.idx.co.id>
- BEI (Bursa Efek Indonesia). Laporan Keuangan Tahunan HMSP 2021–2025. Diakses dari <https://www.idx.co.id>
- BEI (Bursa Efek Indonesia). Laporan Keuangan Tahunan ITIC 2021–2025. Diakses dari <https://www.idx.co.id>

BEI (Bursa Efek Indonesia). Laporan Keuangan Tahunan WIIM 2021-2025. Diakses dari <https://www.idx.co.id>