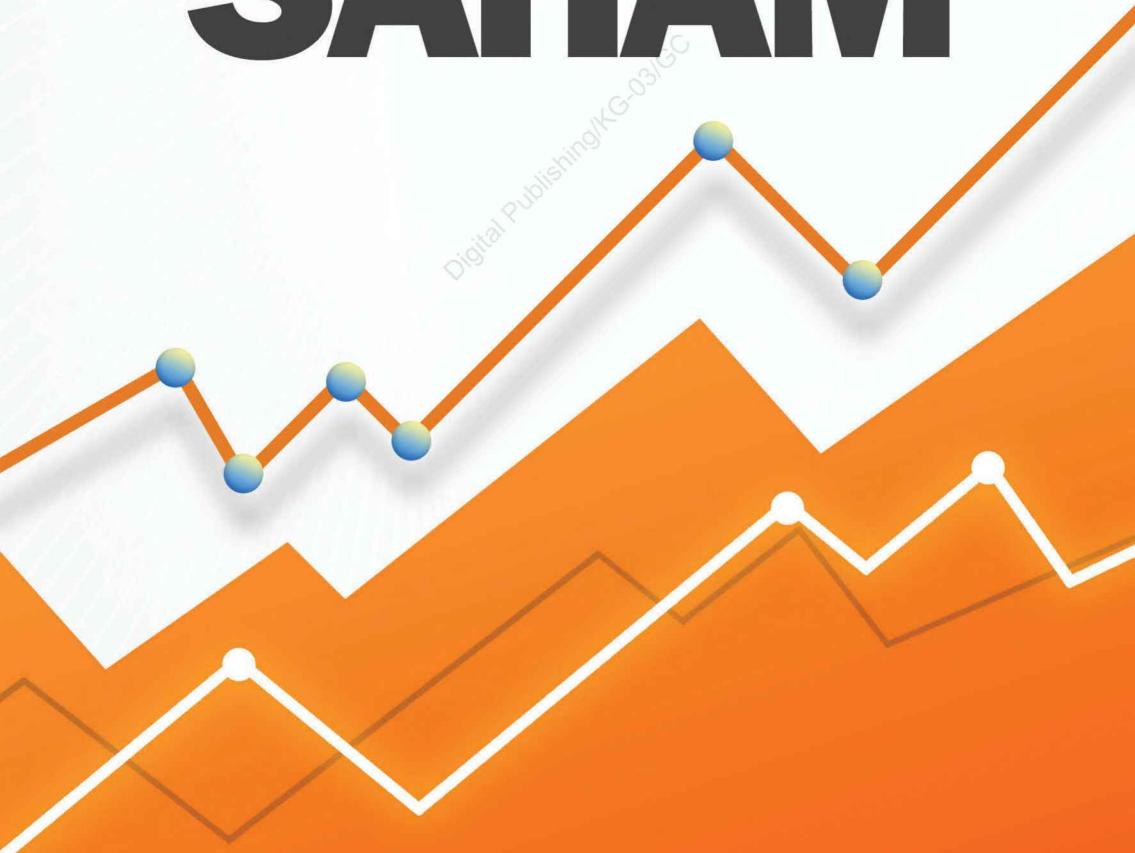


# Jurus-Jurus ANALUASI SAHAM

Digital Publishing/KG-0316C



RAYMOND BUDIMAN



# **JURUS-JURUS VALUASI SAHAM**

Sanksi Pelanggaran Pasal 113  
Undang-Undang Nomor 28 Tahun 2014  
tentang Hak Cipta

- (1) Setiap Orang yang dengan tanpa hak melakukan pelanggaran hak ekonomi sebagaimana dimaksud dalam Pasal 9 ayat (1) huruf i untuk Penggunaan Secara Komersial dipidana dengan pidana penjara paling lama 1 (satu) tahun dan/atau pidana denda paling banyak Rp100.000.000 (seratus juta rupiah).
- (2) Setiap Orang yang dengan tanpa hak dan/atau tanpa izin Pencipta atau pemegang Hak Cipta melakukan pelanggaran hak ekonomi Pencipta sebagaimana dimaksud dalam Pasal 9 ayat (1) huruf c, huruf d, huruf f, dan/atau huruf h untuk Penggunaan Secara Komersial dipidana dengan pidana penjara paling lama 3 (tiga) tahun dan/atau pidana denda paling banyak Rp500.000.000,00 (lima ratus juta rupiah).
- (3) Setiap Orang yang dengan tanpa hak dan/atau tanpa izin Pencipta atau pemegang Hak Cipta melakukan pelanggaran hak ekonomi Pencipta sebagaimana dimaksud dalam Pasal 9 ayat (1) huruf a, huruf b, huruf e, dan/atau huruf g untuk Penggunaan Secara Komersial dipidana dengan pidana penjara paling lama 4 (empat) tahun dan/atau pidana denda paling banyak Rp1.000.000.000,00 (satu miliar rupiah).
- (4) Setiap Orang yang memenuhi unsur sebagaimana dimaksud pada ayat (3) yang dilakukan dalam bentuk pembajakan, dipidana dengan pidana penjara paling lama 10 (sepuluh) tahun dan/atau pidana denda paling banyak Rp4.000.000.000,00 (empat miliar rupiah).

# **JURUS-JURUS VALUASI SAHAM**

**Raymond Budiman**

**PT ELEX MEDIA KOMPUTINDO**

 **KOMPAS GRAMEDIA**

# **Jurus-Jurus Valuasi Saham**

Ditulis oleh Raymond Budiman

**© 2020 Raymond Budiman**

Editor: Aninta Mamoedi ([aninta@elexmedia.id](mailto:aninta@elexmedia.id))

Hak Cipta dilindungi Undang-undang

Diterbitkan pertama kali oleh

Penerbit PT Elex Media Komputindo

Kelompok Gramedia – Jakarta

Anggota IKAPI, Jakarta

720060768

ISBN: 978-623-00-1863-3

Edisi Digital, 2021

Dilarang mengutip, memperbanyak, dan menerjemahkan sebagian atau seluruh isi buku ini tanpa izin tertulis dari penerbit

---

Dicetak oleh Percetakan PT Gramedia, Jakarta

Isi di luar tanggung jawab percetakan

# DAFTAR ISI

<b>Pendahuluan.....</b>	<b>viii</b>
<b>Gambaran Umum Valuasi Saham .....</b>	<b>1</b>
<b>Jurus Valuasi 1: Metode DCF (Discounted Cashflow) ..</b>	<b>6</b>
<b>Jurus Valuasi 2: Metode Multiples atau Relative.....</b>	<b>37</b>
<b>Jurus Valuasi 3: Metode Asset-Based.....</b>	<b>75</b>
<b>Jurus Valuasi 4: Metode SOTP (Sum Of The Part).....</b>	<b>97</b>
<b>Menentukan Metode yang Cocok.....</b>	<b>113</b>
<b>Jurus Gabungan.....</b>	<b>111</b>
<b>Kesimpulan.....</b>	<b>118</b>
<b>Produk-Produk Akademi Investasi .....</b>	<b>120</b>

# **B O N U S M A T E R I**

Dalam buku ini, Anda mendapatkan bonus berupa file Excel untuk membantu Anda dalam melakukan valuasi dengan metode-metode yang diajarkan, yakni:

- **Metode DCF (Discounted Cash Flow)**
- **Metode Multiples**
- **Metode Asset-Based**
- **Metode SOTP (Sum of The Part)**

Anda dapat mengakses bonus materi ini lewat link

<https://linktr.ee/JurusJurusValuasiSaham>

Anda dapat mengunduh file tersebut dengan cara “Save As” pada masing-masing file excel.

# PENDAHULUAN

Buku ini mengajarkan jurus-jurus atau metode-metode untuk menghitung nilai wajar atau valuasi khususnya untuk investasi saham. Metode yang diajarkan merupakan metode yang dilakukan oleh banyak profesional dan praktisi investasi pasar modal. Buku ini pun ditulis dari pengalaman sebagai praktisi di industri pasar modal juga analis hingga *fund manager* (manajer investasi) dari perusahaan *asset management*, pengelolaan investasi perusahaan asuransi, serta *hedge fund* yang berinvestasi di pasar global seperti di Singapura, Hong Kong, Thailand, dan beberapa negara lainnya.

Investor yang bijak akan mengambil keputusan investasi atas alasan yang rasional. Satu proses yang sangat penting untuk dilakukan investor dalam berinvestasi adalah melakukan valuasi aset atau menghitung nilai wajar dari aset yang akan diinvestasikan tersebut. Valuasi akan memberikan ukuran atau patokan bagi investor, apakah harga yang ditawarkan mahal atau murah. Tanpa valuasi, seorang investor tidak memiliki patokan untuk mengatakan harga yang ditawarkan dari investasi tersebut mahal atau murah.

Ada banyak investor yang berinvestasi tanpa sedikit pun melakukan valuasi terhadap aset yang diinvestasikan. Tentu hal ini tidaklah bijak bagi seorang investor. Dengan tidak melakukan valuasi aset, tingkat risiko investasi akan semakin tinggi, karena investor tersebut tidak memiliki dasar atas keputusan investasinya. Tanpa melakukan valuasi aset, maka keputusan investasi akan cenderung dipengaruhi oleh emosi, dan lebih mudah dipengaruhi oleh informasi-informasi dari pihak eksternal yang juga belum tentu benar. Alhasil, investor seperti ini dapat dikatakan melakukan *gambling* atau spekulasi terhadap investasinya.

Tentu ada banyak keuntungan jika kita dapat memahami metode-metode valuasi. Selain melengkapi ilmu kita sebagai investor, menguasai macam-macam teknik valuasi dapat memberikan nilai plus bagi kita untuk masuk ke dalam dunia profesional finansial, seperti konsultan atau sering disebut *advisory*, *appraisal*, *private equity*, *venture capital*, perusahaan induk atau *holding company*, maupun di industri pasar modal seperti sekuritas dan manajemen investasi. Ilmu ini juga dapat membuka peluang Anda untuk berbisnis maupun berkarier sebagai profesional di industri finansial tersebut, tidak hanya di Indonesia, bahkan ilmu yang akan diajarkan dalam buku ini adalah ilmu praktikal yang diterapkan secara internasional.

Mudah-mudahan, buku ini dapat bermanfaat dan memberi dampak positif bagi Anda, serta akan melengkapi ilmu Anda untuk berinvestasi di pasar saham, sehingga Anda akan semakin jeli melihat saham-saham berkualitas yang murah dan berpotensi memberikan keuntungan bagi Anda.

Selamat belajar.

# **GAMBARAN UMUM**

## **VALUASI**

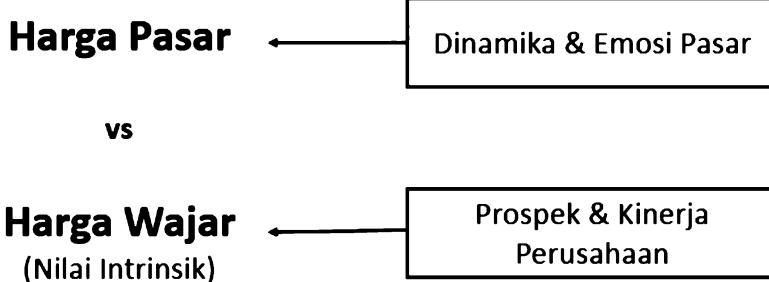
Digital Publishing



**V**aluasi merupakan teknik untuk **menentukan nilai wajar** atau **nilai intrinsik** dari sebuah investasi. Nilai wajar tersebut kemudian akan dibandingkan dengan harga pasar yang ditawarkan.

Harga pasar lebih dipengaruhi oleh dinamika dan emosi pasar. Harga pasar sebuah saham berfluktuasi setiap harinya, disebabkan banyak faktor seperti: aksi jual investor, aksi beli investor, ketakutan investor akan kondisi ekonomi suatu negara, politik, dan lain sebagainya.

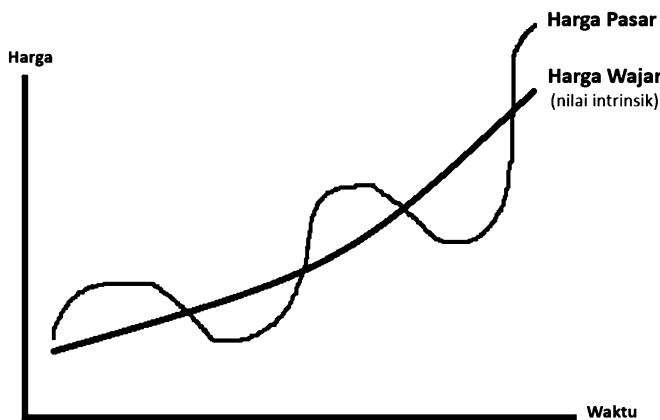
Sementara nilai wajar atau nilai intrinsik lebih dipengaruhi oleh prospek serta kinerja perusahaan itu sendiri. Semakin tinggi prospek pertumbuhan perusahaan di masa depan, maka nilai wajar atau nilai intrinsik juga akan semakin tinggi.



Ada kalanya harga saham naik terlalu cepat karena optimisme pasar, yakni terjadi saat pasar *bullish*, yang sering kali membuat harga pasar saham melebihi nilai wajar atau nilai intrinsik dari perusahaan tersebut.

Dan ada juga kalanya harga saham turun sangat dalam, karena ketakutan investor yang menciptakan aksi jual secara besar-besaran, sehingga membuat harga pasar turun hingga di bawah nilainya atau nilai intrinsiknya. Kondisi seperti inilah yang menciptakan

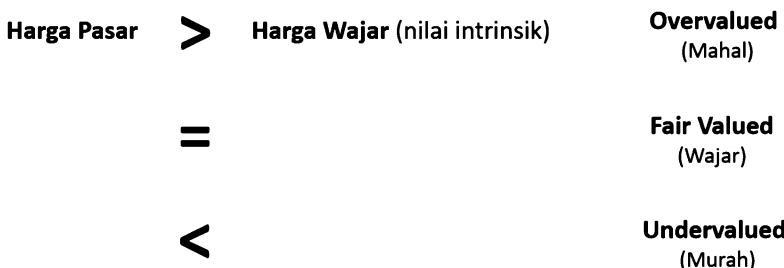
kesempatan bagi investor untuk masuk pada aset-aset yang dijual pada harga yang berada di bawah nilai wajarnya.



Jika harga pasar lebih rendah dari nilai wajarnya, kita dapat mengatakan bahwa saham tersebut murah atau *undervalued*, sehingga menciptakan kesempatan bagi investor. Sebaliknya, jika harga pasar yang ditawarkan lebih tinggi dibanding nilai wajarnya, kita dapat mengatakan bahwa saham tersebut mahal atau *overvalued*, sehingga sebaiknya investor menunggu sampai adanya penurunan harga signifikan, atau mencari saham lain yang masih murah. Sementara, ketika harga pasar sama dengan nilai wajarnya, maka kita dapat mengatakan bahwa harga saham perusahaan tersebut sudah wajar atau *fairly valued*.

Oleh karena itu, sangat penting bagi investor untuk dapat menghitung berapa nilai wajar atau nilai intrinsik dari sebuah saham sebelum mengambil keputusan investasi. Sehingga kita tidak terjebak membeli perusahaan yang sudah mahal atau berada di atas nilai intrinsiknya. Namun, kita dapat mendapatkan perusahaan-perusahaan dengan harga yang berada di bawah nilai intrinsiknya, sehingga memberikan potensi keuntungan untuk investor ke depannya.

Contoh sederhananya, jika Anda ditawarkan sebuah properti dengan harga Rp2 miliar. Apakah properti itu mahal atau murah? Untuk dapat menjawab pertanyaan ini, tentu Anda harus dapat menghitung atau paling tidak memperkirakan nilai wajar dari properti tersebut. Apabila perhitungan Anda menunjukkan bahwa nilai wajar properti tersebut Rp3 miliar, maka Anda dapat mengambil keputusan untuk membeli properti tersebut, karena harga yang ditawarkan berada di bawah nilai wajarnya. Sebaliknya, jika perhitungan Anda menunjukkan bahwa nilai wajar properti tersebut Rp1,5 miliar, maka tentunya harga Rp2 miliar yang ditawarkan bukan merupakan investasi yang menarik.



Dengan demikian, yang menjadi tantangan utama bagi seorang investor adalah menentukan berapa nilai wajar atau nilai intrinsik dari sebuah aset.

**Tantangan Utama:**  
?

**Bagaimana Cara Menghitung**  
**Harga Wajar**

?

Inilah yang harus dijadikan ilmu utama bagi seorang investor, yakni kemampuan untuk melakukan valuasi aset, atau menghitung nilai wajar atau nilai intrinsik dari sebuah aset. Kemampuan ini berlaku untuk semua jenis investasi, baik investasi saham, investasi properti, investasi pada perusahaan rintisan (*start-up*), merger & akuisisi, dan lain sebagainya. Seorang investor harus dapat menghitung nilai wajar atau nilai intrinsik dari sebuah aset yang akan diinvestasikan.

Buku ini akan berfokus mengajarkan teknik valuasi khususnya untuk investasi saham.

Ada beberapa metode untuk menghitung harga wajar sebuah saham yang sering digunakan oleh para profesional maupun praktisi investasi pasar modal secara internasional, antara lain:

1. Metode DCF (*Discounted Cash Flow*)
2. Metode *Multiples* atau *Relatives*
3. Metode *Asset-Based*
4. Metode SOTP (*Sum of The Part*)

Pada bab-bab selanjutnya, kita akan membahas satu per satu masing-masing metode di atas, sehingga mudah-mudahan ilmu ini dapat semakin melengkapi Anda sebagai investor saham.

# **JURUS VALUASI 1:**

# **METODE DCF**

# **(DISCOUNTED CASHFLOW)**

**V**aluasi saham dengan metode DCF atau *Discounted Cash Flow* cukup banyak digunakan oleh praktisi investasi. Tidak hanya digunakan dalam valuasi saham, metode DCF juga banyak digunakan oleh perusahaan konsultan internasional dalam menangani klien merger & akuisisi.

Selain itu, metode DCF juga banyak digunakan untuk menilai kelayakan proyek-proyek besar, yang membantu manajemen perusahaan dalam pengambilan keputusan apakah suatu proyek layak dijalankan atau tidak. Misalnya, keputusan pembangunan pembangkit listrik, pembangunan pabrik baru, pembangunan proyek infrastruktur baru, dan lain sebagainya.

Pada buku ini, kita akan belajar prinsip valuasi DCF dalam aplikasinya pada investasi saham.

## Prinsip Dasar Valuasi DCF

Valuasi DCF terkesan rumit, tapi sebenarnya prinsipnya tidak sesulit yang dibayangkan. Untuk memudahkan kita memahami pendekatan ini, prinsipnya sama seperti investasi deposito di bank. Sebagai contoh, jika Anda memiliki deposito di bank sebesar Rp100 juta, dan diberikan bunga sebesar 5% per tahun, berapa bunga yang Anda dapatkan setiap tahun? Jawabannya adalah Anda akan mendapatkan bunga sebesar Rp5 juta per tahun, dihitung dari Rp100 juta dikali 5%.

Sekarang pertanyaannya dibalik. Jika Anda ingin mendapatkan pendapatan bunga deposito sebesar Rp10 juta per tahun, dengan tingkat bunga deposito 5% per tahun. Maka berapa besar deposito yang harus Anda investasikan? Jawabannya adalah Anda harus menginvestasikan uang Anda di deposito sebesar Rp200 juta. Dihitung dengan cara membagi Rp10 juta dengan 5%. Dari ilustrasi ini, bunga Rp10 juta merupakan arus kas atau **cashflow** yang Anda dapatkan dari investasi di deposito. Kemudian 5% merupakan tingkat diskonto atau **discount rate**. Sementara Rp200 juta merupakan **valuasi** dari aset deposito Anda.

Valuasi =	$\frac{\text{Arus Kas}}{\text{Tingkat Diskonto}}$
-----------	---

Prinsipnya juga sama seperti valuasi investasi properti sewa. Sebagai contoh, jika Anda memiliki sebuah properti yang memiliki pasaran sewa tahunan sebesar Rp50 juta per tahun. Di mana, rata-rata *yield* sewa dari properti di kota Anda adalah sebesar 4% per tahun. Pertanyaannya, berapa valuasi atau harga wajar dari properti Anda jika Anda ingin menjualnya? Dengan data tersebut, kita bisa menghitung harga wajar dari properti adalah sebesar Rp1,25 miliar, dihitung dengan cara membagi pasaran sewa per tahun Rp50 juta, dengan *yield* sewa 4%.

$$\begin{aligned}\text{Valuasi properti} &= \text{Rp}50 \text{ juta} \div 4\% \\ &= \text{Rp}1,25 \text{ miliar}\end{aligned}$$

Valuasi Properti =	Potensi Pendapatan Sewa per Tahun
	Yield Sewa

Dalam investasi properti, pendapatan sewa merupakan arus kas atau *cashflow* yang investor dapatkan, sementara *yield* sewa adalah tingkat diskonto atau *discount rate* dari arus kas tersebut, sehingga kita bisa menghitung valuasi dari properti tersebut. Dalam investasi properti, *yield* sewa juga biasa disebut sebagai *cap rate*.

Prinsip yang sama digunakan untuk valuasi saham. Sebagai investor saham, arus kas atau *cashflow* yang Anda dapatkan dari investasi saham adalah **dividen**. Jika Anda menginvestasikan uang Anda dalam bentuk saham, maka Anda akan mendapatkan dividen setiap tahun, yakni keuntungan perusahaan yang dibagi kepada pemegang saham.

Sebagai contoh, jika sebuah perusahaan membagikan dividen sebesar Rp500 per lembar setiap tahunnya, dan tingkat diskonto yang kita tentukan adalah sebesar 10%. Maka berapa valuasi dari saham tersebut? Cara menghitungnya sama seperti valuasi properti, yakni dengan membagi *cashflow* dengan *discount rate*. Dengan kata lain, kita membagi dividen sebesar Rp500 per lembar dengan tingkat diskonto sebesar 10%, maka nilai wajar dari saham tersebut adalah sebesar Rp5.000.

$$\begin{aligned}\text{Valuasi saham} &= \text{Rp}500 \text{ per lembar} \div 10\% \\ &= \text{Rp}5.000 \text{ per lembar}\end{aligned}$$

Valuasi Saham =	Dividend per Tahun
	Tingkat Diskonto

## Menentukan Tingkat Diskonto (Discount Rate)

Yang menjadi tantangan utama dalam valuasi DCF adalah tingkat diskonto atau *discount rate*. Tidak ada angka pasti yang dapat kita gunakan untuk tingkat diskonto, inilah yang menyebabkan valuasi lebih merupakan seni dibandingkan ilmu pasti, karena kita menggunakan asumsi kita sendiri untuk menentukan tingkat diskonto. Inilah yang menyebabkan pendapat berbeda-beda dari investor yang berbeda. **Prinsipnya adalah semakin berisiko suatu aset, maka tingkat diskonto harus semakin tinggi.**

Ilustrasinya seperti ini, jika ada dua bank yakni Bank Sehat dan Bank Sakit. Keduanya menawarkan bunga deposito kepada Anda sebesar 6%. Mana bank yang akan Anda pilih? Tentunya Bank Sehat, karena sangat berisiko menginvestasikan uang kita di Bank Sakit. Namun, jika Bank Sakit menawarkan bunga deposito 15%, sementara Bank Sehat tetap 6%, mungkin sekarang Anda sudah mulai mempertimbangkan untuk mendepositokan uang Anda di Bank Sakit karena mendapat bunga tinggi, meski banknya lebih berisiko. Prinsip yang sama juga diterapkan dalam valuasi aset lainnya seperti saham, yakni semakin berisiko suatu aset, maka tingkat diskonto harus semakin tinggi.

Pastinya, saham memiliki risiko lebih besar dibandingkan deposito. Karena adanya potensi kerugian dalam investasi saham yang disebabkan fluktuasi harga saham yang sulit diprediksi. Sementara deposito lebih aman dan lebih pasti, tidak ada fluktuasi dalam investasi deposito. Oleh karena itu, **tingkat diskonto saham harus lebih tinggi dibandingkan dengan bunga deposito**. Misalnya, jika rata-rata bunga deposito saat ini sebesar 6%, maka kita bisa menggunakan tingkat diskonto sebesar 10% untuk saham.

Lebih dalam lagi, **semakin berisiko sebuah perusahaan, maka tingkat diskonto harus semakin tinggi**. Misalnya, kita

ingin menghitung nilai wajar dari dua perusahaan, yakni PT Jujur dan PT Maling. Maka, tingkat diskonto PT Maling harus lebih tinggi dibanding PT Jujur, karena tentunya PT Maling lebih berisiko untuk diinvestasikan. Misalnya, kita memberikan tingkat diskonto PT Jujur sebesar 10%, dan PT Maling sebesar 20%.

Sebagai contoh, PT Jujur dan PT Maling sama-sama memberikan dividen per lembar Rp1.000 per tahun. Berapa nilai wajar kedua perusahaan tersebut?

$$\begin{aligned}\text{Valuasi PT Jujur} &= \text{Rp}1.000 \text{ per lembar} \div 10\% \\ &= \text{Rp}10.000 \text{ per lembar}\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}\text{Valuasi PT Maling} &= \text{Rp}1.000 \text{ per lembar} \div 20\% \\ &= \text{Rp}5.000 \text{ per lembar}\end{aligned}$$

Tentunya, perusahaan yang jujur memiliki nilai lebih tinggi dibanding perusahaan yang tidak jujur, walaupun jumlah dividen yang dibagikan sama.

Mudah-mudahan sampai sejauh ini Anda dapat memahami prinsip dasar dari valuasi DCF atau *Discounted Cashflow*.

## **Teori menentukan tingkat diskonto: CAPM (Capital Asset Pricing Model)**

Salah satu formula yang banyak digunakan secara internasional untuk menentukan tingkat diskonto atau *discount rate* pada investasi saham adalah formula CAPM atau *Capital Asset Pricing Model*.

Dalam rumus CAPM, tingkat *discount rate* dihitung dengan formula berikut:

$$\text{Tingkat Diskonto} = \text{Suku Bunga Bebas Risiko} + \text{Beta} \times \left( \frac{\text{Harapan Kenaikan Pasar}}{\text{Suku Bunga Bebas Risiko}} - 1 \right)$$

**Suku bunga bebas risiko** biasanya menggunakan rata-rata bunga deposito di bank, karena deposito di bank dianggap memiliki risiko yang hampir minimal, selain tidak memiliki fluktuasi, deposito juga dijamin oleh Lembaga Penjamin Simpanan atau LPS, oleh karena itu, rata-rata bunga deposito dapat dikatakan sebagai suku bunga bebas risiko. Selain bunga deposito, praktisi juga sering menggunakan suku bunga acuan Bank Indonesia, dan juga *yield* obligasi pemerintah 10 tahun. Di mana obligasi atau surat utang pemerintah juga dianggap memiliki tingkat risiko yang rendah.

**Beta** adalah tingkat sensitivitas sebuah harga saham terhadap fluktuasi pasar secara keseluruhan. Sebagai contoh, apabila sebuah saham memiliki beta sebesar 1,2 menunjukkan bahwa ketika pasar secara keseluruhan naik 10%, maka saham tersebut cenderung naik 12%. Demikian juga sebaliknya, ketika pasar secara keseluruhan turun 10%, maka saham tersebut cenderung turun 12%. Memang tidak mutlak seperti itu, tetapi beta dihitung dari data historis sebuah saham dalam jangka waktu yang cukup lama sehingga didapatkan angka beta sebuah saham sebesar 1,2. Beta dapat menunjukkan tingkat volatilitas suatu saham di tengah fluktuasi pasar. Semakin besar beta, menunjukkan saham tersebut semakin fluktuatif.

**Harapan kenaikan pasar** biasanya menggunakan ekspektasi investor terhadap potensi kenaikan pasar per tahunnya. Untuk Indonesia, pasar biasanya menggunakan IHSG atau Indeks Harga Saham Gabungan. Misalnya, IHSG diharapkan dapat memberikan

kenaikan sebesar 12% per tahun, oleh karena itu, angka ini akan digunakan dalam perhitungan CAPM. Untuk memudahkan kita, kita dapat menggunakan rata-rata kenaikan IHSG dalam 10 tahun terakhir, sehingga kita dapat berasumsi, dalam beberapa tahun ke depan, paling tidak IHSG dapat memberikan tingkat imbal hasil sebesar rata-rata kenaikan dalam 10 tahun terakhir.

Contoh perhitungan tingkat diskonto dengan menggunakan formula CAPM. Misalnya, sebuah saham AAAA memiliki tingkat beta sebesar 1,3. Dan IHSG diharapkan dapat memberikan kenaikan sebesar 15% per tahun. Selain itu, rata-rata bunga deposito pada saat ini terlihat sebesar 6,5%. Berapa tingkat diskonto atau *discount rate* yang kita gunakan untuk perhitungan saham AAAA?

Rumus CAPM adalah sebagai berikut:

$$\text{Tingkat Diskonto} = \frac{\text{Suku Bunga Bebas Risiko}}{\text{Bebas Risiko}} + \text{Beta} \times \left( \frac{\text{Harapan Kenaikan Pasar}}{\text{Bebas Risiko}} - \frac{\text{Suku Bunga Bebas Risiko}}{\text{Bebas Risiko}} \right)$$

Dengan demikian, tingkat diskonto atau *discount rate* dari saham AAAA adalah:

$$\begin{aligned}\text{Tingkat diskonto saham AAAA} &= 6,5\% + 1,3 \times (15\% - 6,5\%) \\ &= 17,6\%\end{aligned}$$

Inilah rumus yang banyak digunakan oleh praktisi maupun profesional investasi secara internasional untuk menentukan tingkat diskonto dalam proses perhitungan valuasi saham menggunakan metode DCF.

Kita dapat memperoleh angka beta dengan mencari informasi tersebut di internet. Kita dapat mencari lewat situs pencarian seperti Google, dengan menulis kata kunci “beta saham XXXX nama perusahaan”, misalnya kita mencari informasi beta saham ASII atau

PT Astra International Tbk, maka kita dapat menulis kata kunci di Google “beta ASII Astra International”. Dengan demikian, akan terdapat beberapa pilihan website yang memberikan informasi beta saham ASII. Memang masing-masing website memberikan angka yang berbeda-beda disebabkan karena periode perhitungan yang digunakan berbeda, tetapi biasanya angka beta antar-website tidak berbeda jauh antara satu dengan yang lainnya.

Dengan demikian, sekarang kita dapat menggunakan tingkat diskonto yang kita dapatkan dari formula CAPM, untuk menghitung valuasi sebuah saham dengan metode DCF.

Misalnya, saham AAAA memiliki tingkat diskonto sebesar 17,6% dari perhitungan CAPM. Dan AAAA memberikan dividen sebesar Rp2.000 per lembar setiap tahunnya. Sehingga nilai wajar atau valuasi dari saham AAAA adalah sebagai berikut:

$$\begin{aligned}\text{Valuasi AAAA} &= \text{Rp}2.000 \div 17,6\% \\ &= \text{Rp}11.364 \text{ per lembar}\end{aligned}$$

## Valuasi DCF dengan Pertumbuhan

Mari kita lebih mendalam lagi. Sebagai investor, tentunya kita menginginkan pertumbuhan dari perusahaan yang kita investasikan. Harapannya adalah, tingkat dividen dapat semakin tinggi dari tahun ke tahun, karena perusahaan yang kita investasikan juga semakin besar.

Dengan demikian, rumus valuasi DCF menjadi seperti berikut:

$$\text{Valuasi Saham} = \frac{\text{Dividend per Tahun}}{\text{Tingkat Diskonto} - \text{Ekspektasi Pertumbuhan}}$$

Sebagai contoh, PT AAA akan membagikan dividen Rp1.000 per lembar, dan diharapkan akan bertumbuh sebesar 5% per tahun dalam jangka panjang. Dengan tingkat diskonto 12%, berapa nilai wajar dari perusahaan tersebut?

$$\text{Valuasi PT AAA} = \frac{\text{Rp1.000 per lembar}}{12\% - 5\%} = \text{Rp14.825 per lembar}$$

Untuk menentukan tingkat ekspektasi pertumbuhan jangka panjang dari dividen sebuah perusahaan, formula yang banyak digunakan secara internasional adalah sebagai berikut:

$$\text{Ekspektasi Pertumbuhan} = \text{ROE} \times (1 - \text{Dividend Payout Ratio})$$

**ROE** adalah singkatan dari *Return on Equity*, di mana ROE dihitung dengan cara membandingkan laba bersih dengan total ekuitas perusahaan. Ekuitas disebut juga aset bersih, artinya aset setelah dikurangi dengan utang-utang perusahaan. Dengan kata lain, rasio ROE melihat kemampuan perusahaan untuk memanfaatkan dana pemegang saham untuk menghasilkan keuntungan semaksimal mungkin. Semakin tinggi rasio ROE juga menunjukkan tingkat profitabilitas perusahaan yang semakin baik.

Return on Equity (ROE) =	<u>Laba Bersih Setahun</u>
	<u>Total Ekuitas</u>

Sebagai contoh, sebuah perusahaan memiliki laporan keuangan sebagai berikut.

	Rp miliar
Total Aset	100
Total Utang (Liabilitas)	60
Total Ekuitas	40
Penjualan	50
Total Biaya	40
Laba Bersih	10

Dengan melihat data laporan keuangan di atas, kita dapat menghitung rasio ROE sebesar 25%, yakni dengan membagi laba bersih sebesar Rp10 miliar dengan total ekuitasnya Rp40 miliar.

$$\begin{aligned} \text{ROE} &= \text{Rp}10 \text{ miliar} \div \text{Rp}40 \text{ miliar} \\ &= 25\% \end{aligned}$$

Sementara **Dividend Payout Ratio** adalah persentase laba bersih yang dibagikan sebagai dividen kepada pemegang saham. Misalnya, sebuah perusahaan mendapatkan keuntungan atau laba bersih sebesar Rp10 miliar, dan perusahaan ini akan membagikan sebesar Rp7 miliar sebagai dividen kepada pemegang saham, dan sisanya Rp3 miliar kembali digunakan untuk operasional dan pertumbuhan perusahaan. Dengan demikian, kita dapat menghitung *Dividend Payout Ratio* dari perusahaan ini adalah sebesar 70%.

$$\begin{aligned} \text{Dividend Payout Ratio} &= \text{Rp}7 \text{ miliar} \div \text{Rp}10 \text{ miliar} \\ &= 70\% \end{aligned}$$

Setelah mendapatkan tingkat ROE dan tingkat *Dividend Payout Ratio*, maka kita dapat menghitung ekspektasi pertumbuhan jangka panjang dari perusahaan ini.

$$\begin{aligned}\text{Ekspektasi pertumbuhan} &= 25\% \times (1 - 70\%) \\ &= 7,5\%\end{aligned}$$

Inilah cara yang paling umum dilakukan oleh praktisi pasar modal ketika melakukan valuasi saham dengan metode DCF. Yakni Anda harus memprediksi dividen, tingkat pertumbuhan, serta tingkat diskonto.

Ada cara yang lebih mendalam lagi dalam pendekatan DCF, yakni valuasi dengan pertumbuhan yang bervariasi dari tahun ke tahun, mari kita pelajari secara perlahan. Untuk memahami teknik ini, kita harus terlebih dahulu memahami ilmu nilai waktu dari uang atau *time value of money*.

## Nilai Waktu dari Uang (Time Value of Money)

Nilai uang akan bertumbuh seiring berjalannya waktu karena adanya tingkat suku bunga. Nilai saat ini disebut juga sebagai *Present Value* atau disingkat PV, sementara nilai masa depan disebut sebagai *Future Value* atau disingkat FV.

Sebagai contoh, Anda memiliki uang saat ini sebesar Rp100 juta, dan menginvestasikan uang Anda dengan suku bunga 15% per tahun. Oleh karena itu, nilai uang Anda dalam 1 tahun ke depan akan menjadi Rp115 juta. Inilah konsep dasar dari nilai waktu dari uang atau *Time Value of Money*.

Dari informasi tersebut, kita dapat menyimpulkan sebagai berikut:

- PV (*Present Value*) = Rp100 juta
- Suku bunga = 15%
- Maka, FV (*Future Value*) = Rp115 juta.

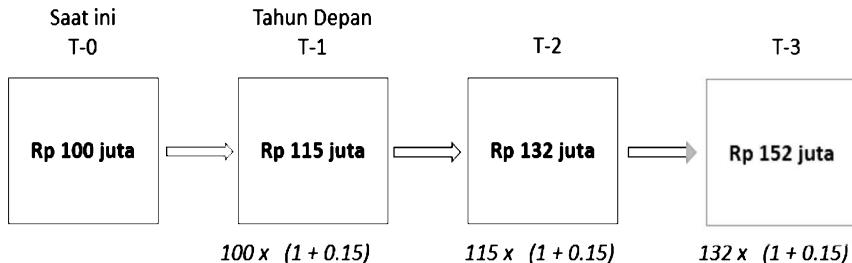
Dihitung dengan cara:

$$\begin{aligned} \text{Future Value} &= \text{Rp100 juta} \times (1 + 0,15) \\ &= \text{Rp115 juta} \end{aligned}$$

Sekarang, berapa nilai uang Anda dalam tiga tahun ke depan, jika saat ini nilai uang Anda Rp100 juta, dan tingkat bunga 15%.

Dengan konsep bunga-berbunga, atau sering disebut sebagai *compounding return*, maka nilai uang Anda dalam tiga tahun ke depan menjadi seperti ini:

**Suku Bunga** : 15% / tahun



Tingkat suku bunga biasanya disebut sebagai **Rate** atau disingkat R. Dalam konteks valuasi, *Rate* dapat disebut juga sebagai tingkat diskonto atau *Discount Rate*.

Dari data tersebut, kita mengetahui bahwa nilai saat ini atau (PV) adalah sebesar Rp100 juta, tingkat suku bunga atau R sebesar 15% per tahun, maka dalam periode tiga tahun ke depan, nilai masa depan atau (FV) dari uang Anda adalah sebesar Rp152 juta. Dihitung dengan cara:

$$\text{Rp}100 \text{ juta} \times (1 + 0.15) \times (1 + 0.15) \times (1 + 0.15) = \text{Rp}152 \text{ juta}$$

Atau dengan kata lain dihitung dengan cara:

$$\text{Rp} 100 \text{ juta} \times (1 + 0.15)^3$$

Dengan demikian, rumus nilai masa depan atau *Future Value* (FV) adalah

$$\boxed{\mathbf{FV = PV \times (1 + R)^n}}$$

FV = *Future Value* atau Nilai Masa Depan

PV = *Present Value* atau Nilai Saat Ini

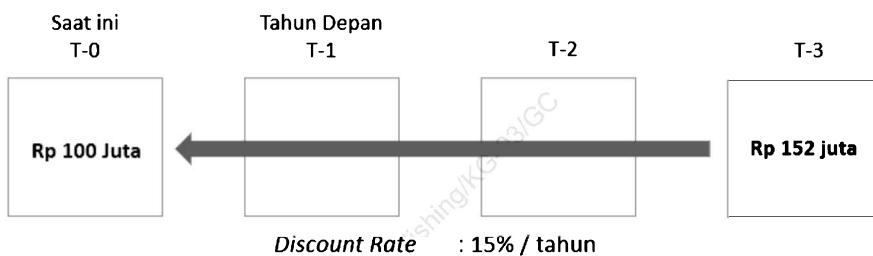
R = *Discount Rate* atau Tingkat Bunga Diskonto

N = Periode Jangka Waktu

Dengan mengetahui rumus FV, maka kita juga dapat membalik rumus tersebut untuk menghitung nilai saat ini atau *Present Value* (PV).

$$PV = \frac{FV}{(1 + R)^n}$$

Dengan demikian, sekarang jika kita mengetahui nilai masa depan atau FV sebesar Rp152 juta dalam tiga tahun ke depan, maka kita dapat menghitung nilai saat ini atau PV, jika diketahui tingkat diskonto sebesar 15%.



$$PV = \frac{152}{(1 + 0,15)^3} = 100$$

Inilah yang kita sebut sebagai *Time Value of Money*, atau nilai waktu dari uang. Konsep *Time Value of Money* menjadi konsep dasar yang harus kita pahami untuk melakukan valuasi dengan metode DCF atau *Discounted Cashflow* secara lebih mendalam.

## Valuasi DCF secara Komprehensif

Yang menjadi benang merah atau inti utama dari valuasi menggunakan metode DCF adalah:

**VALUASI** saat ini

Adalah

**Total PV**

Dari **Cashflows Masa Depan**

Dalam konteks valuasi saham, *cashflow* yang sering digunakan adalah dividen. Dengan demikian, langkah pertama dalam valuasi saham menggunakan metode DCF adalah, kita harus memprediksi atau memproyeksi tingkat dividen dalam beberapa tahun ke depan.

Selain itu, kita juga harus menentukan tingkat diskonto atau *Discount Rate* yang akan kita gunakan untuk menghitung valuasi saham tersebut. Umumnya, perhitungan tingkat diskonto menggunakan metode CAPM.

Sebagai contoh:

Berapa nilai wajar atau valuasi dari saham XXXX jika kita memprediksi tingkat dividen dalam empat tahun ke depan sebagai berikut:

**Discount Rate : 15%/tahun**

Saat ini T-0	Tahun Depan T-1	T-2	T-3	T-4
Valuasi: ??	Dividend: <b>Rp 150</b> per lembar	Dividend: <b>Rp 170</b> per lembar	Dividend: <b>Rp 200</b> per lembar	Dividend: <b>Rp 250</b> per lembar  Harga Jual Harapan: <b>Rp4000</b> Per lembar

Dalam satu tahun ke depan, kita memprediksi tingkat dividen sebesar Rp150 per lembar.

Di tahun kedua sebesar Rp170 per lembar, tahun ketiga Rp200 per lembar, dan pada tahun keempat sebesar Rp250 per lembar.

Dan pada tahun ke empat, kita juga mengharapkan dapat menjual saham tersebut di harga Rp4.000 per lembar.

Dari data tersebut, kita dapat menghitung nilai wajar atau valuasi saham XXXX dengan prinsip:

**VALUASI** saat ini

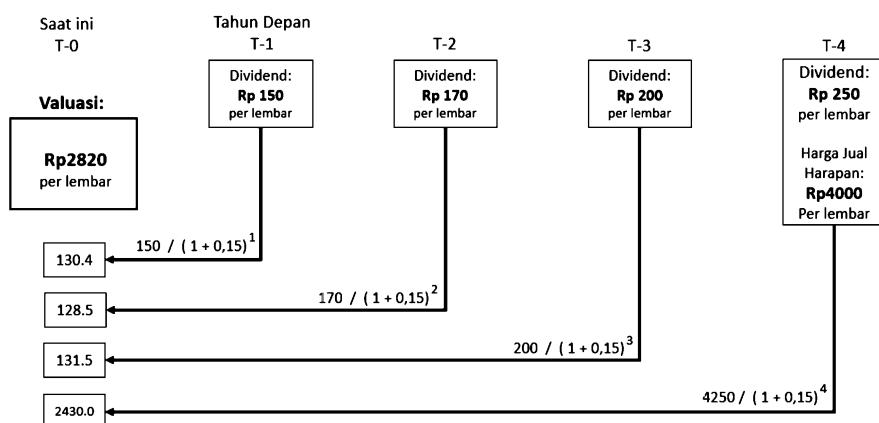
Adalah

Total **PV**

Dari **Cashflows** Masa Depan

Oleh karena itu, kita harus menghitung nilai saat ini atau *Present Value* (PV) dari masing-masing *cashflow* masa depan atau *Future Value* (FV) yang telah kita ketahui.

**Discount Rate : 15%/tahun**



Setelah menghitung nilai saat ini dari masing-masing *cashflow* masa depan tersebut,

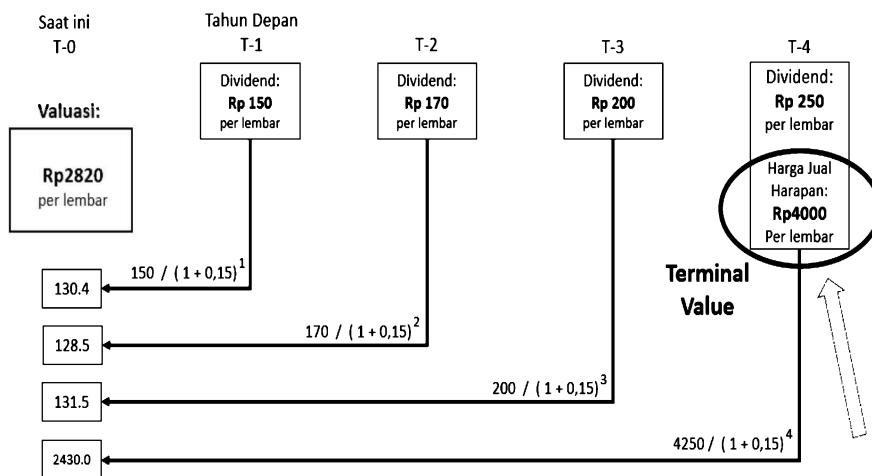
Maka nilai wajar atau valuasi dari saham XXXX adalah **total PV dari cashflow masa depan** tersebut. Sehingga kita menjumlahkan semua PV tersebut, maka didapatkan nilai wajar atau valuasi dari saham XXXX pada harga Rp2.820 per lembar.

Inilah cara melakukan valuasi saham dengan menggunakan metode DCF atau *Discounted Cashflows*.

## Terminal Value

Mungkin saat Anda membaca contoh soal di atas, Anda bertanya mengenai “harga jual harapan” sebesar Rp4.000 per lembar di tahun keempat.

**Discount Rate : 15%/tahun**



Angka ini kita sebut sebagai **terminal value**, di mana dalam perhitungan valuasi saham dengan menggunakan DCF, kita juga harus menentukan tingkat *terminal value*.

Biasanya, *terminal value* dihitung dengan menggunakan rumus valuasi pertumbuhan konstan.

$$\text{Terminal Value} = \frac{\text{Cashflows}}{\text{Discount Rate} - \text{Ekspektasi Pertumbuhan Cashflows}}$$

Sebagai contoh,

Dalam contoh soal sebelumnya, kita telah memprediksi tingkat dividen dalam empat tahun ke depan, dan informasi selanjutnya adalah, tingkat dividen pada tahun ke lima adalah sebesar Rp300 per lembar, dan akan tumbuh konstan sebesar 7.5% per tahun sampai seterusnya.

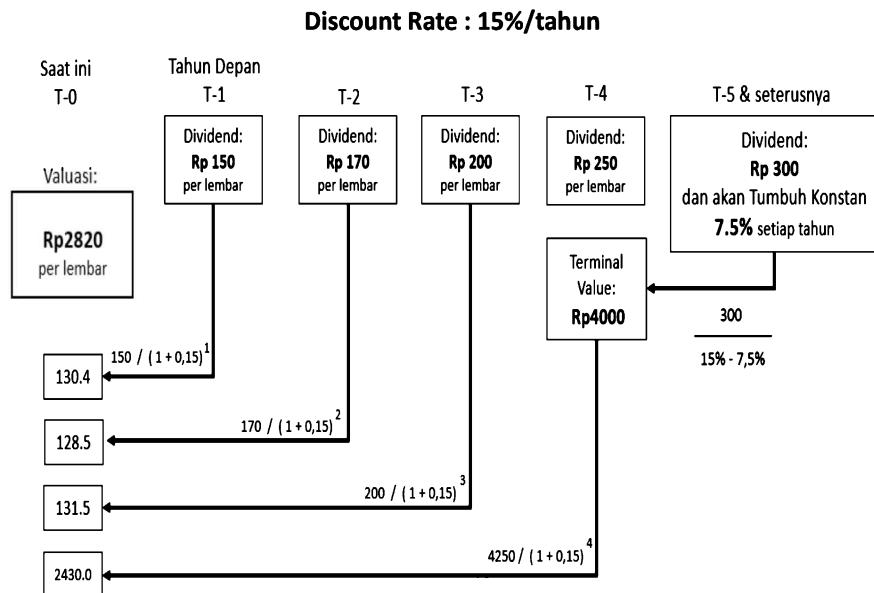
<b>Discount Rate': 15%/tahun</b>					
Saat ini T-0	Tahun Depan T-1	T-2	T-3	T-4	T-5 & seterusnya
Valuasi: ??	Dividend: Rp 150 per lembar	Dividend: Rp 170 per lembar	Dividend: Rp 200 per lembar	Dividend: Rp 250 per lembar	Dividend: Rp 300 dan akan Tumbuh Konstan 7.5% setiap tahun

Dengan demikian kita dapat menghitung *terminal value* sebesar Rp4.000 dengan cara sebagai berikut:

$$\text{Terminal Value} = \frac{300}{15\% - 7,5\%} = 4000$$

$$\text{Terminal Value} = \frac{\text{Cashflows}}{\text{Discount Rate} - \text{Ekspektasi Pertumbuhan Cashflows}}$$

Oleh karena itu, sekarang kita telah mendapatkan struktur *cashflow* sebagai berikut:



Sehingga sekarang kita dapat menghitung nilai wajar atau valuasi dari saham XXXX dengan prinsip, **“Valuasi saat ini adalah total PV dari cashflows masa depan”**. Dengan cara yang telah kita pelajari sebelumnya, maka kita mendapatkan nilai wajar dari saham XXXX adalah sebesar Rp2.820 per lembar.

## Sustainable Growth Rate

Lebih dalam lagi, mungkin Anda juga bertanya, dari mana saya mendapatkan **tingkat pertumbuhan konstan** dalam perhitungan *terminal value*?

Tingkat pertumbuhan konstan ini kita sebut juga sebagai *sustainable growth rate*.

$$\text{Terminal Value} = \frac{\text{Cashflows}}{\text{Discount Rate} - \text{Ekspektasi Pertumbuhan Cashflows}}$$


Umumnya, tingkat *sustainable growth rate* ini dihitung dengan rumus:

$$\text{Sustainable Growth Rate} = \text{Sustainable ROE} \times (1 - \text{Dividend Payout Ratio})$$

Misalnya, kita memproyeksi tingkat ROE atau *Return on Equity* dari perusahaan XXXX yang *sustainable* dalam jangka panjang adalah sebesar 25%. Selain itu, kita juga memproyeksi bahwa XXXX akan membayar dividen dengan tingkat *Payout Ratio* sebesar 70% dalam jangka panjang.

Dari informasi tersebut, kita dapat menghitung tingkat pertumbuhan konstan atau *sustainable growth rate* sebagai berikut:

$$\begin{aligned}\text{Sustainable growth rate} &= 25\% - (1 - 70\%) \\ &= 7,5\%\end{aligned}$$

## Benang Merah Metode DCF

Kita telah mempelajari secara mendalam tentang metode valuasi saham dengan pendekatan DCF. Mudah-mudahan Anda dapat memahami penjelasan di atas.

Sebagai kesimpulan, yang menjadi prinsip utama dalam valuasi DCF adalah:

**VALUASI** saat ini

Adalah

**Total PV**

Dari **Cashflows Masa Depan**

Dengan demikian, kemampuan utama investor dalam melakukan valuasi DCF adalah kemampuan:

1. Memproyeksi *cashflows* masa depan.
2. Menentukan tingkat *discount rate* atau tingkat diskonto yang akan digunakan.

Inilah yang menjadi tantangan utama investor dalam melakukan valuasi DCF. Dengan demikian, kita dapat melihat di sini bahwa valuasi lebih merupakan seni dibandingkan ilmu pasti, karena masing-masing investor akan memiliki pandangan serta proyeksi yang berbeda-beda terhadap suatu perusahaan.

Kegiatan investasi adalah kegiatan memprediksi masa depan, dan mengambil keputusan saat ini. Dengan demikian, sebagai investor kita harus memproyeksi atau memprediksi *cashflows* masa depan, dan menarik angka tersebut ke saat ini dengan menggunakan tingkat diskonto, inilah yang menjadi dasar pemikiran dari valuasi DCF.

Memang perhitungan akan berbeda antara investor yang satu dengan yang lainnya, karena adanya perbedaan pandangan. Namun, jika perhitungan yang dilakukan benar, biasanya variasi hasil perhitungan akan terlihat kisarannya, tidak berbeda signifikan. Misalnya, perhitungan beberapa investor menunjukkan kisaran nilai wajar antara Rp5.000 – 7.000 per lembarnya.

Namun, jika ada yang menghitung Rp100 per lembar, sementara kisaran wajar nya berada di level Rp5.000 – 7.000, maka kemungkinan besar yang menghitung Rp100 telah melakukan kesalahan yang cukup fatal dalam proses perhitungannya.

## Kasus Khusus Metode DCF

Dalam metode DCF, ada beberapa kasus khusus yang sering ditemui. Misalnya, perusahaan tidak membayar dividen, perusahaan yang masih rugi, dan lain sebagainya.

Pada cara yang kita pelajari sebelumnya, *cashflow* yang digunakan adalah dividen. Karena memang sebagai investor saham, dividen adalah bentuk dari hasil investasi selain *capital gain* atau kenaikan harga saham. Sehingga atas dasar itu, dividen digunakan dalam perhitungan valuasi DCF dalam investasi saham.

Namun, bagaimana valuasi untuk perusahaan yang tidak atau belum membayar dividen?

Biasanya, ada *cashflow* lain yang dapat digunakan sebagai alternatif perhitungan DCF, yakni FCF atau *Free Cash Flow*. Perhitungan ini memiliki rumus sebagai berikut:

**Free Cash Flow (FCF) =**

$$\text{EBIT} \times (1-\text{Tingkat Pajak}) + \text{Depresiasi} + \text{Amortisasi} - \frac{\text{Perubahan Modal}}{\text{Kerja Bersih}} - \frac{\text{Belanja Modal}}{\text{Modal}}$$

Berikut merupakan contoh perhitungan FCF. Kita harus memprediksi laba operasi atau sering disebut EBIT (*Earnings Before Interest and Tax*), tingkat pajak, beban *non-cash* seperti depresiasi dan amortisasi, perubahan *net working capital* atau modal kerja bersih, serta jumlah *capex* (*capital expenditure*) atau belanja modal.

Rp miliar	2018	2019	2020
EBIT	935	970	1105
- Tingkat Pajak (30%)	281	291	332
+ Depresiasi	40	40	40
+ Amortisasi	10	10	10
- Perubahan Modal Kerja Bersih	100	110	120
- Belanja Modal ( <i>Capex</i> )	20	25	30
<b>FCF</b>	<b>585</b>	<b>594</b>	<b>674</b>

*Capital expenditure* atau disebut sebagai belanja modal adalah pengeluaran perusahaan untuk membeli barang-barang modal untuk aktivitas perusahaan dalam jangka panjang, seperti pembelian mesin produksi, pembangunan pabrik, gedung, pembelian gudang, dan lain sebagainya.

FCF tersebut kemudian digunakan sebagai *cashflow* untuk menghitung valuasi dengan metode DCF.

Selain untuk perusahaan yang tidak membayar dividen, FCF juga sering digunakan untuk menghitung valuasi perusahaan *private* atau perusahaan yang belum IPO. Biasanya, metode ini sering digunakan dalam aktivitas merger & akuisisi (M&A) perusahaan.

Jangan khawatir, jika Anda terkejut dengan rumus yang terlihat rumit tersebut. Selain menggunakan FCF dalam melakukan valuasi, investor dapat menggunakan metode lain selain DCF untuk menghitung valuasi saham. Tidak ada aturan khusus yang mengharuskan investor untuk menggunakan metode tertentu dalam melakukan valuasi saham, dan tidak ada metode yang paling sempurna juga. Semua tergantung dari kenyamanan investor dalam melakukan perhitungan untuk pengambilan keputusan investasi.

Valuasi dengan pendekatan DCF merupakan pendekatan yang rumit. Dalam praktik investasi, semakin rumit pendekatan valuasi tidak menjamin akurasi perhitungan tersebut semakin baik. Pendekatan DCF memerlukan asumsi investor atas prediksi *cashflow* di masa yang akan datang, serta tingkat diskonto. Sementara itu, asumsi atau prediksi tentu hanya merupakan pandangan dari seorang investor. Dalam menggunakan metode DCF, investor harus memiliki tingkat keyakinan atau kepercayaan diri yang tinggi atas prediksi dan asumsi yang digunakan dalam perhitungan valuasinya, agar investor tersebut juga memiliki keyakinan yang tinggi atas hasil perhitungan valuasinya sebagai dasar pengambilan keputusan investasinya.

## Contoh Simulasi Komprehensif

Berikut adalah contoh proses valuasi yang lengkap yang dilakukan praktisi untuk menghitung nilai wajar sebuah perusahaan dengan metode DCF.

Misalnya, sekarang kita akan melakukan valuasi untuk PT Jasa Marga Tbk (JSKR).

*Langkah 1: Kumpulkan data untuk menghitung tingkat **discount rate** untuk valuasi JSKR.*

Data yang harus kita dapatkan adalah:

1. Suku bunga bebas risiko

Kita dapat menggunakan angka rata-rata tingkat bunga deposito yang ditawarkan perbankan pada saat ini, atau kita juga bisa menggunakan data suku bunga yang dijamin oleh LPS (Lembaga Penjamin Simpanan). Selain itu, praktisi juga sering menggunakan data *yield* obligasi pemerintah tenor 10 tahun sebagai tingkat suku bunga bebas risiko.

2. Beta saham JSKR

Angka beta dapat kita peroleh di website investasi internasional. Cara mudahnya adalah kita dapat melakukan pencarian situs pencarian seperti Google, dengan kata kunci “JSKR beta”.

3. Ekspektasi kenaikan IHSG per tahun

Angka ini adalah asumsi kita terhadap kenaikan IHSG setiap tahunnya.

Sebagai contoh, berikut adalah data yang kita kumpulkan untuk menghitung tingkat *discount rate* dari JSMR.

Suku bunga bebas risiko	6.0%
Beta JSMR	0.9
Ekspektasi kenaikan IHSG per tahun	9.0%

Dengan data tersebut, kita dapat menghitung tingkat *discount rate* yang akan kita gunakan untuk menghitung valuasi JSMR dengan metode DCF. Di mana *discount rate* dapat dihitung dengan rumus berikut:

$$\text{Tingkat Diskonto} = \frac{\text{Suku Bunga Bebas Risiko}}{\text{Suku Bunga Bebas Risiko}} + \text{Beta} \times \left( \frac{\text{Harapan Kenaikan Pasar}}{\text{Suku Bunga Bebas Risiko}} - \frac{\text{Suku Bunga Bebas Risiko}}{\text{Suku Bunga Bebas Risiko}} \right)$$

$$\begin{aligned} \text{Discount rate JSMR} &= 6.0\% + 0.9 \times (9.0\% - 6.0\%) \\ &= 8.7\% \end{aligned}$$

*Langkah 2: Kumpulkan data untuk menghitung tingkat pertumbuhan berkelanjutan (sustainable growth rate).*

Data yang harus kita dapatkan adalah:

1. Asumsi tingkat ROE (*Return on Equity*) JSMR yang berkelanjutan untuk jangka panjang.
2. Asumsi tingkat *Dividend Payout Ratio* JSMR yang berkelanjutan untuk jangka panjang.

Untuk menentukan asumsi tingkat ROE yang berkelanjutan di masa depan, kita bisa melihat data beberapa tahun ke belakang untuk menentukan asumsi ROE untuk JSMR di masa depan dalam jangka panjang.

Rp miliar	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Laba Bersih	1,336	1,403	1,449	1,889	2,200	2,203
Ekuitas	10,867	11,425	12,369	16,339	18,359	20,199
ROE	12.3%	12.3%	11.7%	11.6%	12.0%	10.9%

Dengan melihat data historis tersebut, kita dapat menetapkan asumsi tingkat ROE yang berkelanjutan untuk jangka panjang sebesar 10%.

Sementara untuk menentukan asumsi tingkat *Dividend Payout Ratio* JSMR yang berkelanjutan untuk jangka panjang, kita juga bisa melihat data beberapa tahun ke belakang, sehingga kita bisa menentukan asumsi *Dividend Payout Ratio* di masa depan dalam jangka panjang.

Rp	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Laba bersih per lembar (EPS)	197	206	213	259	301	302
Dividend per lembar	78.6	72.2	43.1	78.1	60.6	45.5
Dividend Payout Ratio	39.9%	35.1%	20.2%	30.2%	20.1%	15.1%

Melihat data di atas, kita dapat menetapkan asumsi tingkat *Dividend Payout Ratio* JSMR yang berkelanjutan sebesar 20%.

Oleh karena itu, sekarang kita bisa menghitung tingkat pertumbuhan berkelanjutan atau ***Sustainable Growth Rate*** JSMR dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Sustainable Growth Rate} = \text{Sustainable ROE} \times (1 - \text{Dividend Payout Ratio})$$

$$\begin{aligned} \text{Sustainable Growth Rate} &= 10\% \times (1 - 20\%) \\ &= 8.0\% \end{aligned}$$

*Langkah 3: Estimasi **cashflow** di masa yang akan datang.*

Untuk perusahaan yang membayar dividen, kita bisa menggunakan dividen sebagai *cashflows* yang kita gunakan untuk valuasi DCF. Kita harus memprediksi tingkat *cashflows* paling tidak lima tahun ke depan.

Misalnya, buku ini ditulis di pertengahan tahun 2019. Sehingga data terakhir pembayaran dividen JSMR adalah pembagian dividen untuk laba bersih tahun 2018.

Keterangan	Jumlah
Pembayaran dividend 2018 JSMR	Rp 330.4 miliar
Total laba bersih 2018 JSMR	Rp 2,202.6 miliar
Jumlah lembar saham yang beredar:	7.3 miliar lembar saham
Dividend per lembar 2018	Rp 45.5 per lembar

Inilah tantangan utama dari valuasi DCF, yakni kita harus mampu memprediksi tingkat *cashflows* di masa yang akan datang.

Sebagai contoh, kita memprediksi dividen JSMR akan tumbuh sebesar 14% di tahun 2019, 13% di tahun 2020, dan seterusnya.

Tahun	Data terakhir	Proyeksi Cashflow					
		2018	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
Dividend	45.5	51.9	58.6	65.6	72.9	80.2	87.4
Pertumbuhan Cashflow		14.0%	13.0%	12.0%	11.0%	10.0%	9.0%

Kita harus memiliki keyakinan atas proyeksi *cashflows* yang kita lakukan. Selama angka tersebut masih masuk akal, maka kita dapat menggunakan angka proyeksi tersebut untuk perhitungan valuasi kita.

### Langkah 4: Perhitungan Valuasi

Setelah data-data di atas telah kita kumpulkan, maka sekarang kita sudah memiliki informasi yang lengkap untuk menghitung valuasi JSMR dengan metode DCF.

## Valuasi DCF - JS MR

Suku bunga bebas resiko	6.0%
Beta	0.9
Ekspektasi kenaikan IHSG	9.0%
Market Risk Premium	3.0%
<b>Discount Rate</b>	<b>8.7%</b>

#### Sustainable Growth

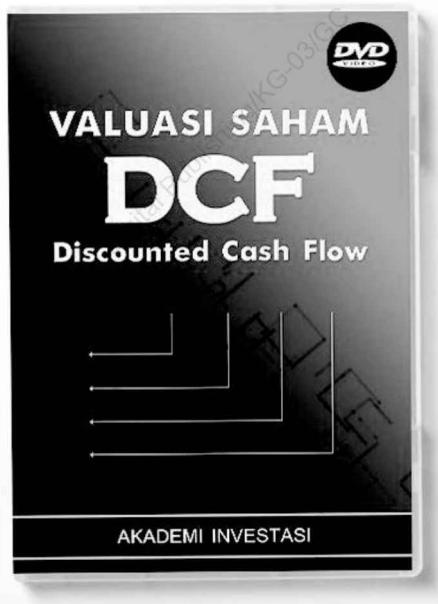
ROE	10.0%
Dividend Payout Ratio	20.0%
Retention Rate	80.0%
<b>Sustainable Growth</b>	<b>8.0%</b>

Tahun	2018	Proyeksi Cashflow					
		2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
<b>Dividend</b>	<b>45.5</b>	<b>51.9</b>	<b>58.6</b>	<b>65.6</b>	<b>72.9</b>	<b>80.2</b>	<b>87.4</b>
Pertumbuhan Cashflow		14.0%	13.0%	12.0%	11.0%	10.0%	9.0%
					Terminal Value	13,050.9	
Total Cashflow		51.9	58.6	65.6	72.9	13,131.1	
N		1	2	3	4	5	
Present Value of Cashflow		47.7	49.6	51.2	52.3	8,664.9	
<b>Valuasi</b>		<b>8,866</b>					

Kita mendapatkan valuasi atau nilai wajar JS MR adalah sebesar Rp8.800 per lembar dengan metode DCF, dan jika dibandingkan dengan harga JS MR pada saat buku ini ditulis berada di level Rp5.300. Artinya, sebagai investor, kita bisa mengatakan bahwa harga saham JS MR saat ini adalah *undervalued*, dan memiliki potensi kenaikan sebesar 66%. Dengan demikian, sekarang kita dapat mempertimbangkan untuk membeli saham JS MR.

Ini adalah salah satu contoh bagaimana proses keputusan investasi yang rasional dilakukan oleh praktisi profesional investasi secara global. Tentunya setiap perhitungan investor yang berbeda akan menghasilkan perhitungan yang berbeda pula, hal ini disebabkan karena perbedaan asumsi yang digunakan dalam proses perhitungan. Inilah seni dari investasi, kita harus memiliki keyakinan yang tinggi atas asumsi data yang kita gunakan untuk memprediksi di masa yang akan datang. Tentunya, pengalaman akan semakin memberikan kejelian untuk menentukan angka yang tepat untuk perhitungan valuasi kita.

Jika Anda ingin mendalami ilmu valuasi dengan pendekatan DCF, Anda juga dapat mempelajari lewat DVD—Valuasi Saham DCF dari Akademi Investasi.



Pada bab selanjutnya, kita akan mempelajari pendekatan lain yang lebih sederhana, tetapi juga dapat diandalkan untuk menghitung valuasi saham dalam praktik investasi saham. Pendekatan yang juga sering digunakan oleh praktisi investasi pasar modal adalah metode relatif atau *multiples*.

# **JURUS VALUASI 2: METODE MULTIPLES ATAU RELATIVE**

**M**etode valuasi kedua yang juga sering digunakan oleh praktisi investasi pasar modal adalah metode *multiples* atau biasa juga disebut metode *relative*. Metode ini lebih sederhana dibandingkan dengan pendekatan DCF yang menggunakan rumus-rumus yang terkesan rumit. Meski demikian, bukan berarti tingkat keakuratan metode *multiples* lebih rendah dibandingkan metode yang rumit. Berdasarkan pengalaman, metode *multiples* juga cukup dapat diandalkan untuk melakukan valuasi saham.

Pada dasarnya, yang dimaksud dengan *multiples* adalah faktor pengali dari variabel tertentu. Misalnya, sebuah perusahaan biasanya diperjualbelikan dengan valuasi 10 kali dari laba bersih per tahunnya. Contoh, sebuah perusahaan mampu mencetak laba bersih Rp100 miliar per tahun, artinya, kita dapat memperkirakan valuasi dari perusahaan tersebut adalah Rp1 triliun. Di sini kita menggunakan

*multiples* atau faktor kali 10x terhadap laba bersih perusahaan. Tentunya, variabel yang digunakan tidak hanya laba bersih. Metode *multiples* juga dapat menggunakan variable lainnya seperti nilai buku dari ekuitas, penjualan, laba operasi, dan lain sebagainya. Inilah ide dasar dari metode *multiples*, yakni menentukan tingkat faktor kali yang wajar terhadap suatu perusahaan.

Metode *multiples* juga sering disebut sebagai metode *relative*, artinya, kita dapat menentukan sebuah perusahaan dijual dengan harga yang mahal atau murah jika kita bandingkan relatif dengan pembandingnya. Misalnya, sebuah transaksi ditawarkan dengan *multiples* 10x dari laba bersih perusahaan tersebut. Sementara, kita telah menganalisis beberapa transaksi yang sejenis dilakukan dengan rata-rata *multiples* 8x dari laba bersih. Maka kita dapat mengatakan harga yang ditawarkan dengan *multiples* 10x tergolong harga yang mahal, karena pembanding relatif transaksi sejenisnya diperdagangkan pada rata-rata *multiples* 8x. Inilah mengapa metode *multiples* juga sering disebut sebagai metode relatif.

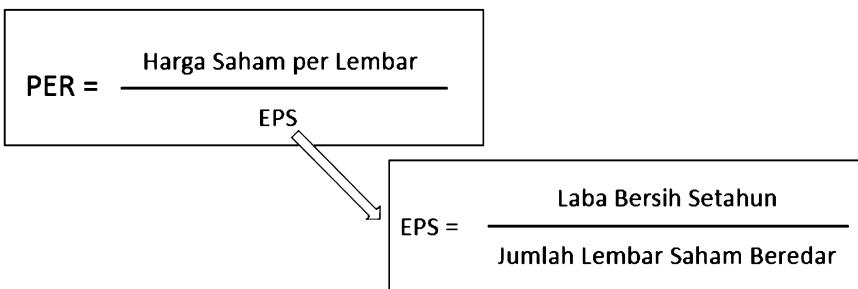
Dua variabel yang paling banyak digunakan adalah laba bersih dan nilai buku dari ekuitas. Sebagai investor saham, paling tidak kita mengerti dua rasio ini. *Multiples* atau faktor kali dari variabel laba bersih sering disebut sebagai *PER* atau *Price Earnings Ratio*, sementara *multiples* atau faktor kali dari variabel nilai buku ekuitas sering disebut sebagai *PBV* atau *Price to Book Value Ratio*.

Tidak hanya dua variabel tersebut, untuk memperkaya wawasan Anda terhadap metode valuasi *multiples*, pada buku ini, kita akan mempelajari empat variabel yang dapat Anda gunakan dalam metode valuasi *multiples*, yakni: laba bersih, nilai buku ekuitas, penjualan, dan laba operasi.

## PER (PRICE EARNINGS RATIO)

PER (*Price Earnings Ratio*) dihitung dengan cara membandingkan harga saham di pasar dengan laba bersih per saham atau biasa disingkat menjadi EPS (*earnings per share*). EPS dihitung dengan membagi laba bersih dengan jumlah saham beredar.

### PER (*Price Earnings Ratio*)



*Aturan: Semakin rendah rasio PER, maka semakin murah sebuah saham*

Laba bersih merupakan ukuran dari kinerja sebuah perusahaan dalam periode tertentu. Informasi laba bersih dan EPS dapat Anda temukan di laporan keuangan bagian laba rugi.

Sebagai contoh, laporan laba rugi PT ABC

Laba Rugi		
Periode Januari-Desember 20XX		
Penjualan	Rp	1,000,000,000
Laba Operasi	Rp	600,000,000
Laba bersih	Rp	300,000,000

*Jumlah saham beredar = 1 juta lembar*

**Harga Saham: Rp1500 per lembar**

Artinya, pada dalam periode Januari hingga Desember 20XX, PT ABC mampu mendapatkan laba bersih Rp300 juta. Jumlah lembar saham PT ABC yang beredar adalah 1 juta lembar saham, maka **laba bersih per saham** atau EPS (*Earnings per Share*) PT ABC adalah sebesar Rp300 per saham. Dihitung dari Rp300 juta dibagi dengan 1 juta lembar.

Setelah itu, kita dapat menghitung PER dengan membandingkan harga saham di pasar dengan EPS. Sebagai contoh harga saham PT ABC dijual Rp1.500 per lembar, maka PER dari PT ABC adalah sebesar 5x.

$$\begin{aligned} \text{Price Earnings Ratio} &= \text{Rp}1.500 \div \text{Rp}300 \\ &= 5 \text{ kali} \end{aligned}$$

## PBV (PRICE TO BOOK VALUE RATIO)

Selanjutnya, rasio PBV atau *Price to Book Value* dihitung dengan cara membandingkan harga saham dengan nilai buku per lembar. Kita dapat menghitung nilai ekuitas per lembar atau nilai buku per lembar, yakni dengan membagi total ekuitas dengan jumlah lembar saham yang beredar. Kita dapat mendapatkan angka ekuitas dari laporan keuangan perusahaan bagian neraca.

*PBV (Price to Book Value)*

$$\text{PBV} = \frac{\text{Harga Saham per Lembar}}{\text{Nilai Buku per Lembar}}$$

↓

$$\text{Nilai Buku per Lembar} = \frac{\text{Total Ekuitas}}{\text{Jumlah Lembar Saham Beredar}}$$

*Aturan: Semakin rendah rasio PBV, maka dapat dikatakan saham tersebut semakin murah.*

Sebagai contoh, PT ABC memiliki neraca sebagai berikut:

Neraca / <i>Balance Sheet</i>	
Aset	Liabilitas
	<b>Ekuitas</b> Rp 10,000,000,000 <i>Terdiri dari 1 juta lembar saham</i>

Harga Saham: Rp1.500 per lembar

PT ABC memiliki nilai ekuitas Rp10 miliar yang terdiri dari 1 juta lembar saham, artinya **nilai buku per lembar** saham PT ABC adalah sebesar Rp10.000, dihitung dari Rp10 miliar dibagi dengan 1 juta lembar. Kemudian kita bandingkan dengan harga saham PT ABC di pasar, jika harga saham saat ini dijual pada harga Rp1.500 per lembar, berarti PBV saat ini adalah sebesar 0,15 kali. Dihitung dari harga pasar dibagi dengan nilai buku per lembar ( $\text{Rp1.500} \div \text{Rp10.000}$ ).

$$\begin{aligned} \text{Price to Book Value Ratio} &= \text{Rp1.500} \div \text{Rp10.000} \\ &= 0,15 \text{ kali} \end{aligned}$$

Artinya, perusahaan ini dijual dengan harga 0,15 kali dibandingkan dengan nilai bukunya.

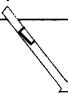
## Price÷Sales

Selain laba bersih dan nilai buku, kita juga dapat menggunakan variabel penjualan dalam valuasi *multiples*. Umumnya, angka penjualan sebuah perusahaan cenderung lebih stabil dari tahun ke tahun, dibandingkan dengan angka laba bersih, yang sering kali berfluktuasi karena adanya biaya tak terduga, atau keuntungan lainnya yang tidak berulang.

Variabel penjualan juga dapat digunakan untuk perusahaan yang masih mengalami kerugian. Karena rasio *multiples* tidak dapat digunakan untuk variabel yang negatif seperti kerugian.

Seperti nama dari rasio *multiples* ini yakni Price÷Sales, rasio ini dihitung dengan cara membagi harga saham per lembar dengan omzet penjualan per lembar.

$$\text{Price / Sales} = \frac{\text{Harga Saham per Lembar}}{\text{Penjualan per Lembar}}$$



$$\text{Penjualan per Lembar} = \frac{\text{Total Penjualan Setahun}}{\text{Jumlah Lembar Saham Beredar}}$$

*Aturan: Semakin rendah rasio Price÷Sales, maka dapat dikatakan saham tersebut semakin murah.*

Sebagai contoh, PT ABC mampu mencetak omzet penjualan sebesar Rp1 miliar per tahun. Sementara jumlah lembar saham yang beredar adalah 1 juta lembar saham, sehingga kita dapat menghitung nilai penjualan per lembar atau *sales per share*, yakni sebesar Rp1.000 per lembar.

Laba Rugi		
Periode Januari-Desember 20XX		
Penjualan	Rp	1,000,000,000
Laba Operasi	Rp	600,000,000
Laba bersih	Rp	300,000,000

*Jumlah saham beredar = 1 juta lembar*

Harga Saham: Rp1500 per lembar

Dengan melihat harga saham yang ditawarkan adalah sebesar Rp1.500 per lembar, maka kita dapat menyimpulkan bahwa PT ABC dijual pada *multiples* 1,5x penjualan.

$$\begin{aligned}\text{Price} \div \text{Sales} &= \text{Rp}1.500 \div \text{Rp}1.000 \\ &= 1,5 \text{ kali}\end{aligned}$$

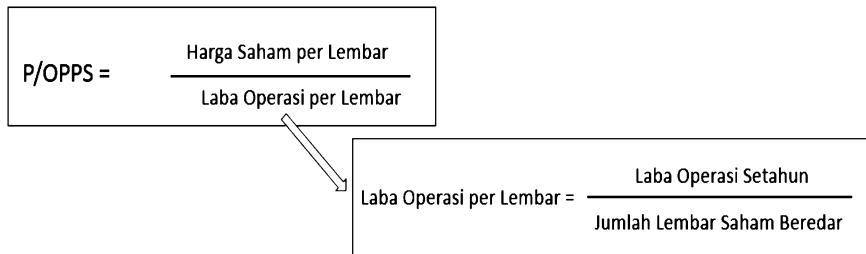
## Price÷OPPS

Variabel lain yang juga dapat kita gunakan dalam valuasi *multiples* adalah laba operasi atau *operating profit*. Laba operasi berbeda dengan laba bersih, di mana laba operasi merupakan keuntungan yang murni dari aktivitas operasional perusahaan, yakni penjualan dikurangi dengan beban operasi seperti biaya produksi, biaya administrasi, biaya gaji, biaya listrik kantor dan pabrik, dan lain sebagainya.

Sementara laba bersih sudah termasuk komponen pendapatan atau beban non-operasi, atau pendapatan dan beban yang tidak terjadi secara rutin. Misalnya, kerugian akibat kebakaran, angka ini akan tercermin dalam laba bersih perusahaan, namun tentu kerugian ini tidak terjadi secara rutin, oleh karena itu, kerugian ini dikategorikan sebagai non-operasi. Contoh lain, perusahaan menjual gudang yang sudah tidak terpakai dan mendapatkan keuntungan, keuntungan ini juga dikategorikan sebagai keuntungan non-operasi, karena tentunya penjualan aset tidak terjadi secara rutin, dan bukan aktivitas operasional bisnis perusahaan. Kecuali perusahaan ini merupakan perusahaan yang berbisnis properti, di mana gudang tersebut adalah barang dagangannya, maka penjualan dikategorikan sebagai aktivitas operasional.

Inilah perbedaan dari laba operasi dan laba bersih. Atas pemikiran di atas, saya melihat penggunaan variabel laba operasi juga sangat penting dalam proses valuasi menggunakan metode *multiples*. Karena laba operasi murni mencerminkan kegiatan operasional perusahaan.

Rasio Price÷OPPS dihitung dengan membagi harga saham per lembar dengan laba operasi per lembar sahamnya (disingkat menjadi OPPS atau *Operating Profit per Share*). Di mana OPPS dihitung dengan cara membagi total laba operasi dengan jumlah lembar saham yang beredar.



*Aturan: Semakin rendah rasio  $P \div OPPS$ , maka dapat dikatakan saham tersebut semakin murah.*

Misalnya, PT ABC mencatat laba operasi per tahun sebesar Rp600 juta. Dengan total lembar saham yang beredar sebanyak 1 juta lembar saham, maka kita dapat menyimpulkan bahwa OPPS atau *Operating Profit per Share* PT ABC adalah sebesar Rp600 per lembar.

Laba Rugi	
Periode Januari-Desember 20XX	
Penjualan	Rp 1,000,000,000
Laba Operasi	Rp 600,000,000
Laba bersih	Rp 300,000,000

*Jumlah saham beredar = 1 juta lembar*

*Harga Saham: Rp1500 per lembar*

Dengan harga saham Rp1.500, maka kita dapat menemukan *multiples* untuk OPPS dari PT ABC adalah sebesar 2,5x.

$$\begin{aligned} \text{Price} \div \text{OPPS} &= \text{Rp}1.500 \div \text{Rp}600 \\ &= 2,5 \text{ kali} \end{aligned}$$

## Membandingkan Rasio Multiples

Setelah kita menghitung rasio *multiples* dari sebuah perusahaan seperti PER, PBV, Price÷Sales, dan Price÷OPPS, maka langkah selanjutnya adalah kita harus membandingkan rasio tersebut dengan perusahaan lain yang sejenis. Dengan membandingkan, maka kita dapat melihat mana perusahaan yang lebih mahal dan murah. Sebuah perhitungan rasio jika berdiri sendiri tidak memberikan makna apa-apa. Oleh karena itu, rasio tersebut harus dibandingkan, maka ketika dibandingkan, sebuah rasio dapat memberikan makna yang lebih dalam.

Inilah mengapa pendekatan valuasi dengan metode *multiples* sering disebut juga metode relatif, karena kita dapat menilai sebuah perusahaan ditawarkan dengan harga yang murah atau mahal, setelah kita membandingkan relatif dengan pembandingnya.

Untuk membandingkan, perusahaan harus sejenis atau istilahnya harus “*Apple to Apple*”. Contoh: perusahaan properti harus dibandingkan dengan perusahaan properti juga, atau perusahaan telekomunikasi A dengan perusahaan telekomunikasi B. Kita tidak boleh membandingkan perusahaan yang tidak sejenis, misalnya properti dengan tambang, atau bank dengan konstruksi, dan lain sebagainya. Masing-masing industri memiliki karakteristik yang berbeda. Dengan demikian, kita harus membandingkan dengan perusahaan di dalam industri yang sama, baru bisa memberikan gambaran yang lebih jelas apa saja kekuatan dan kekurangan masing-masing perusahaan.

Berikut adalah contoh tabel perbandingan rasio *multiples* untuk menemukan perusahaan yang menarik untuk diinvestasikan.

Kode Saham	Nama Perusahaan	PBV	P/Sales	P/OPPS	P/E
PWON	PT Pakuwon Jati Tbk	2.2	4.9	11.5	12.9
CTRA	PT Ciputra Development Tbk	1.3	2.8	9.5	16.6
SMRA	PT Summarecon Agung Tbk	2.0	3.4	11.8	41.4

Dari tabel tersebut, kita sedang membandingkan beberapa perusahaan properti di Indonesia. Melalui data ini dapat terlihat, dari sisi PBV, CTRA memiliki tingkat PBV yang paling rendah atau paling menarik yakni sebesar 1,3x, dibanding perusahaan properti lainnya yakni PWON sebesar 2,2x dan SMRA 2,0x.

Dari sisi  $P \div \text{Sales}$ , CTRA juga memiliki tingkat rasio *multiples* yang paling murah yakni sebesar 2,8x, dibandingkan dengan PWON sebesar 4,9x, dan SMRA 3,4x.

Begitu juga dari sisi  $P \div \text{OPPS}$ , CTRA juga memiliki rasio  $P \div \text{OPPS}$  yang paling rendah yakni sebesar 9,5x, sementara PWON sebesar 11,5x, dan SMRA 11,8x.

Sementara dari sisi  $P \div E$ , PWON memiliki rasio  $P \div E$  yang terendah yakni sebesar 12,9x, sementara CTRA sebesar 16,6x, dan SMRA 41,4x.

Setelah membandingkan rasio-rasio *multiples* tersebut, maka kita dapat menyimpulkan bahwa dari ketiga perusahaan properti tersebut, CTRA merupakan perusahaan yang paling menarik, *relative* terhadap kedua perusahaan properti lainnya. Inilah mengapa pendekatan valuasi *multiples* sering disebut sebagai pendekatan *relative*.

Tentunya, seiring berjalannya waktu, angka rasio tersebut berubah dari waktu ke waktu, karena adanya perubahan harga saham di pasar, serta juga adanya perubahan kinerja perusahaan dari sisi penjualan, laba operasi, maupun laba bersih. Oleh karena itu, sebagai investor saham, sangat perlu untuk kita secara rutin melakukan perhitungan dan analisis, untuk selalu mengikuti perkembangan

yang ada. Sehingga, kita dapat mengambil keputusan yang tepat di waktu yang tepat.

Dengan demikian, sebagai investor kita memiliki dasar alasan yang rasional dalam pengambilan keputusan investasi. Tentu, proses pengambilan keputusan investasi tidak berhenti sampai di sini. Setelah menemukan perusahaan yang kita anggap murah secara metode relatif, maka langkah selanjutnya adalah kita mempelajari lebih mendalam perusahaan tersebut, seperti bagaimana strategi perusahaan ke depan, bagaimana prospek dari produk yang dijual perusahaan ke depannya, bagaimana tingkat kompetisi atau persaingan dari perusahaan tersebut, bagaimana integritas dari manajemen tersebut, serta aspek lainnya seperti posisi utang perusahaan, kesehatan *cashflow* perusahaan, dan lain sebagainya. Inilah pendekatan komprehensif dalam proses pengambilan keputusan investasi.

Di atas, kita telah mempelajari aplikasi penggunaan rasio *multiples* dalam membandingkan perusahaan untuk menentukan mana yang lebih mahal dan lebih murah. Selanjutnya, kita akan mempelajari bagaimana kita dapat menggunakan rasio *multiples* untuk menghitung harga wajar atau valuasi dari sebuah perusahaan.

## Menghitung Nilai Wajar dengan Rasio Multiples

Cara menghitung harga wajar saham dengan pendekatan *multiples* lebih sederhana dibandingkan dengan pendekatan DCF. Dalam praktiknya, pendekatan ini juga dapat diandalkan untuk membantu kita dalam pengambilan keputusan investasi.

Terdapat dua cara dalam melakukan valuasi dengan pendekatan *multiples*, yakni:

1. Menggunakan rata-rata industri
2. Menggunakan rata-rata historis

### **Cara 1: Menggunakan rata-rata industri**

Sebagai contoh, sebuah perusahaan Properti AA memiliki rasio PBV sebesar 2,2x, P÷Sales 4,9x, P÷OPPS 11,5x, dan P÷E 12,9x. Langkah selanjutnya adalah, kita menghitung rata-rata rasio *multiples* tersebut untuk industri properti. Sebagai contoh, kita dapat melihat rasio PBV, P÷S, P÷OPPS, dan P÷E perusahaan properti lainnya, misalnya BB, CC, dan DD sebagai berikut.

Perusahaan	PBV	P/S	P/OPPS	P/E
AA	2.2	4.9	11.5	12.9
BB	1.3	2.8	9.5	16.6
CC	2.0	3.4	11.8	22.0
DD	2.5	4.0	12.2	17.0
<b>Rata-rata industri</b>	<b>2.0</b>	<b>3.8</b>	<b>11.3</b>	<b>17.1</b>

Kita telah mendapatkan bahwa rata-rata rasio PBV untuk industri properti adalah sebesar 2,0x, rata-rata P÷S sebesar 3,8x, rata-rata P÷OPPS 11,3x, dan rata-rata P÷E 17,1x.

Kita dapat menghitung harga wajar dari sebuah saham dengan menggunakan rasio tersebut. Kita telah mempelajari cara menghitung rasio PBV, P÷Sales, P÷OPPS, dan P÷E. Kita bisa membalik rumus tersebut untuk menghitung harga wajar dari sebuah saham sebagai berikut:

$PBV = \frac{\text{Harga Saham per Lembar}}{\text{Nilai Buku per Lembar}}$	$\rightarrow \text{Harga Wajar} = \text{PBV rata-rata industri} \times \text{Nilai Buku per Lembar}$
$\text{Price / Sales} = \frac{\text{Harga Saham per Lembar}}{\text{Penjualan per Lembar}}$	$\rightarrow \text{Harga Wajar} = \text{P/Sales rata-rata industri} \times \text{Penjualan per Lembar}$
$P/OPPS = \frac{\text{Harga Saham per Lembar}}{\text{Laba Operasi per Lembar}}$	$\rightarrow \text{Harga Wajar} = \text{P/OPPS rata-rata industri} \times \text{Laba Operasi per Lembar}$
$PER = \frac{\text{Harga Saham per Lembar}}{\text{EPS}}$	$\rightarrow \text{Harga Wajar} = \text{PER rata-rata industri} \times \text{Laba Bersih per Lembar}$

Misalnya, perusahaan properti AA memiliki BVPS (*Book Value per Share*) atau nilai buku per lembar sebesar Rp16.000, penjualan per lembar Rp9.000, laba operasi per lembar Rp3.200, dan laba bersih per lembar atau EPS sebesar Rp2.000.

Dan kita sudah mendapatkan data rata-rata rasio PBV untuk industri properti adalah sebesar 2,0x, rata-rata P÷S sebesar 3,8x, rata-rata P÷OPPS 11,3x, dan rata-rata P÷E 17,1x.

Dengan data di atas, kita dapat menghitung harga wajar dari perusahaan properti AA sebagai berikut:

Perusahaan	PBV	P/S	P/OPPS	P/E
AA	2.2	4.9	11.5	12.9
BB	1.3	2.8	9.5	16.6
CC	2.0	3.4	11.8	22.0
DD	2.5	4.0	12.2	17.0
<b>Rata-rata industri</b>	<b>2.0</b>	<b>3.8</b>	<b>11.3</b>	<b>17.1</b>
Kinerja AA (per lembar)				
	Nilai Buku	Penjualan	Laba Operasi	Laba Bersih
31 Desember 20XX	16,000	9,000	3,200	2,000
<b>Valuasi AA</b>	<b>32,000.0</b>	<b>33,975.0</b>	<b>36,000.0</b>	<b>34,250</b>
<b>Rata-Rata Valuasi (Perkiraan Nilai Wajar)</b>				<b>34,056</b>
<i>Kisaran nilai wajar</i>				32,000 - 36,000

Berdasarkan PBV, kita menghitung harga wajar perusahaan properti AA sebesar Rp32.000, dihitung dengan cara mengalikan rata-rata PBV industri sebesar 2,0x, dikali dengan nilai buku per lembar AA sebesar Rp16.000.

$$\begin{aligned}\text{Harga wajar} &= 2,0 \times \text{Rp}16.000 \\ &= \text{Rp}32.000\end{aligned}$$

Berdasarkan P÷Sales, kita mendapatkan harga wajar AA sebesar Rp33.975, dihitung dengan mengalikan rata-rata P÷Sales industri sebesar 3,8x dengan penjualan per lembar Rp9.000.

$$\begin{aligned}\text{Harga wajar} &= 3,8 \times \text{Rp}9.000 \\ &= \text{Rp}33.975\end{aligned}$$

Berdasarkan P÷OPPS, harga wajar kita dapatkan sebesar Rp36.000, dihitung dengan mengalikan rata-rata P÷OPPS industri sebesar 11,3x, dikali laba operasi per lembar AA sebesar Rp3.200.

$$\begin{aligned}\text{Harga wajar} &= 11,3 \times \text{Rp}3.200 \\ &= \text{Rp}36.000\end{aligned}$$

Berdasarkan  $P \div E$ , kita menghitung harga wajar AA sebesar Rp34.250, dihitung dengan mengalikan rata-rata  $P \div E$  industri 17,1x dengan laba bersih per lembar atau EPS sebesar Rp2.000.

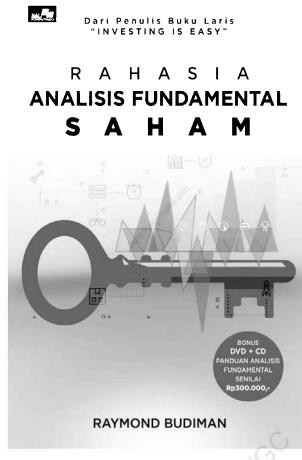
$$\begin{aligned}\text{Harga wajar} &= 17,1 \times \text{Rp}2.000 \\ &= \text{Rp}34.250\end{aligned}$$

Dengan demikian, kita dapat menyimpulkan bahwa harga wajar dari perusahaan properti AA berada di level Rp34.056, atau berada di kisaran Rp32.000 hingga Rp36.000. Apabila harga saham di pasar masih berada di kisaran tersebut, maka kita dapat mengatakan harga saham AA masih dalam kategori wajar. Dan jika harga pasar saat ini masih jauh di bawah perhitungan kita tersebut, maka kita dapat cukup yakin bahwa harga saham saat ini masih murah dan masih layak untuk dipertimbangkan.

Namun, kita harus ingat, bahwa ada faktor lain yang menyebabkan mengapa rasio *multiples* dari sebuah perusahaan dapat lebih tinggi dan lebih rendah dibanding perusahaan sejenis lainnya. Yakni karena faktor yang tidak dapat dihitung dengan angka seperti integritas manajemen, kreativitas, inovasi perusahaan, dan lain sebagainya. Tentunya, perusahaan dengan manajemen yang jujur layak diberikan PER dan PBV lebih tinggi dibanding perusahaan yang tidak jujur. Sehingga kita harus tetap berhati-hati menggunakan angka rata-rata industri untuk menghitung harga wajar sebuah saham. Perhitungan tetap harus dilakukan, namun, kita juga harus mempertimbangkan hal lainnya, agar kita tidak terjebak mengambil keputusan yang salah.

Anda dapat mempelajari aspek-aspek analisis fundamental lainnya secara mendalam dalam buku **Rahasia Analisis Fundamental Saham**. Dalam buku ini, kita akan mempelajari tiga rahasia penting dalam melakukan analisis fundamental saham, yakni:

1. Rahasia memahami laporan keuangan
2. Rahasia analisis perusahaan
3. Rahasia memilih saham (*stock picking technique*)



### **Cara 2: Menggunakan rata-rata historis**

Dengan cara ini, kita dapat menggunakan rasio *multiples* dari **rata-rata tahun-tahun sebelumnya** atau **rata-rata historis** untuk menghitung harga wajar dari sebuah saham. Sehingga, rumus untuk menghitung harga wajar dengan cara ini adalah sebagai berikut:

$PBV = \frac{\text{Harga Saham per Lembar}}{\text{Nilai Buku per Lembar}}$	$\rightarrow$	$\text{Harga Wajar} = PBV \text{ rata-rata historis} \times \text{Nilai Buku per Lembar}$
$\text{Price / Sales} = \frac{\text{Harga Saham per Lembar}}{\text{Penjualan per Lembar}}$	$\rightarrow$	$\text{Harga Wajar} = \text{P/Sales rata-rata historis} \times \text{Penjualan per Lembar}$
$P/\text{OPPS} = \frac{\text{Harga Saham per Lembar}}{\text{Laba Operasi per Lembar}}$	$\rightarrow$	$\text{Harga Wajar} = P/\text{OPPS rata-rata historis} \times \text{Laba Operasi per Lembar}$
$\text{PER} = \frac{\text{Harga Saham per Lembar}}{\text{EPS}}$	$\rightarrow$	$\text{Harga Wajar} = \text{PER rata-rata historis} \times \text{Laba Bersih per Lembar}$

Sebagai contoh, berikut adalah data historis dari rasio *multiples* perusahaan AA. Secara umum, kita dapat menggunakan data historis sebanyak lima tahun ke belakang. Yang kemudian kita hitung rata-rata masing-masing rasio *multiples* tersebut, dan selanjutnya kita proyeksikan valuasi perusahaan tersebut dengan data fundamental perusahaan tersebut.

Rasio	2015	2016	2017	2018	2019	Rata-Rata	Data per lembar	Nilai	Valuasi
PBV	1.8	1.5	1.7	1.9	2.0	1.8	Nilai Buku	16,000	28,480
P/Sales	3.5	3.1	3.3	3.2	3.4	3.3	Penjualan	9,000	29,700
P/OPPS	9.2	8.7	9.0	9.1	9.3	9.1	Laba Operasi	3,200	28,992
P/E	14.0	10.0	12.0	15.0	16.0	13.4	Laba Bersih	2,000	26,800

**Rata-Rata Valuasi (Perkiraan Nilai Wajar)** **28,493**  
*Kisaran nilai wajar* 26,800 - 29,700

Dari pendekatan di atas, kita menemukan rata-rata PBV dari AA adalah sebesar 1,8x, sehingga kita dapat memperkirakan valuasi AA berdasarkan PBV adalah sebesar Rp28.480, yang dihitung dengan mengalikan rata-rata PBV sebesar 1,8x, dengan nilai buku per lembarnya sebesar Rp16,000.

$$\begin{aligned}
 \text{Harga wajar} &= 1,8 \times \text{Rp}16.000 \\
 &= \text{Rp}28.480
 \end{aligned}$$

Berdasarkan P÷Sales, kita menemukan harga wajar AA di level Rp29.700, yang dihitung dengan mengalikan rata-rata P÷Sales sebesar 3,3x dengan penjualan per lembar Rp9.000.

$$\begin{aligned}
 \text{Harga wajar} &= 3,3 \times \text{Rp}9.000 \\
 &= \text{Rp}29.700
 \end{aligned}$$

Berdasarkan P÷OPPS, harga wajar terhitung sebesar Rp28.992, dihitung dengan mengalikan rata-rata rasio P÷OPPS 9,1x dengan laba operasi per lembar Rp3.200.

$$\begin{aligned}
 \text{Harga wajar} &= 9,1 \times \text{Rp}3.200 \\
 &= \text{Rp}28.992
 \end{aligned}$$

Dan berdasarkan rasio  $P \div E$ , kita menemukan harga wajar AA sebesar Rp26.800, dihitung dengan mengalikan rata-rata  $P \div E$  sebesar 13,4x dengan laba bersih per lembar atau EPS sebesar Rp2.000.

$$\begin{aligned}\text{Harga wajar} &= 13,4 \times \text{Rp}2.000 \\ &= \text{Rp}26.800\end{aligned}$$

Dengan demikian, kita dapat menyimpulkan perkiraan valuasi atau nilai wajar dari AA adalah sebesar Rp28.483 per lembar sahamnya. Atau kita juga dapat mengatakan, harga wajar AA berada di kisaran Rp26.800 – Rp29.700. Sehingga, apabila harga pasar berada di kisaran tersebut, maka kita dapat mengatakan harga saham AA berada di level wajar, dan jika masih jauh di bawah kisaran tersebut, maka kita dapat mengatakan harga saham AA di level *undervalued* atau murah.

Dalam praktiknya, valuasi *multiples* menggunakan data historis lebih mencerminkan nilai wajar dari perusahaan tersebut, dibandingkan dengan menggunakan data rata-rata industri. Hal ini disebabkan karena, masing-masing perusahaan memiliki kualitas spesifik yang membuat rasio *multiples* perusahaan tersebut lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan sejenis atau pesaingnya. Sebagai contoh, perusahaan yang memiliki *brand image* atau kekuatan merek yang lebih baik, biasanya akan memiliki rasio *multiples* yang lebih tinggi. Atau perusahaan yang dianggap memiliki manajemen yang jujur, maka pasar akan memberikan valuasi yang premium terhadap perusahaan tersebut, sehingga membuat rasio *multiples*-nya terlihat lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan sejenis lainnya.

Sementara data *multiples* historis sudah mengandung unsur kualitas perusahaan tersebut seperti kejujuran manajemen, kekuatan merek, pangsa pasar, dan lain sebagainya. Sehingga fluktuasi rasio

*multiples* secara historis lebih disebabkan karena fluktuasi harga saham di pasar. Oleh karena itu, apabila harga saham tertekan sangat dalam yang membuat rasio *multiples* menjadi di bawah rata-rata, maka kita dapat memperkirakan rasio wajar dari perusahaan tersebut dengan melihat rata-rata historisnya.

Namun, tentunya perhitungan tersebut juga berdasarkan asumsi tidak ada perubahan signifikan atas kualitas fundamental perusahaannya. Dalam kasus tertentu, pasar bisa mengubah rasio wajar dari perusahaan tersebut apabila ada perubahan signifikan, seperti manajemen yang jujur berubah menjadi tidak jujur, produk sudah mulai tidak diminati oleh pasar, dan lain sebagainya. Hal ini dapat membuat pasar melakukan revisi terhadap rasio *multiples* yang wajar atas perusahaan tersebut. Proses perubahan ini biasa disebut sebagai “*re-rating*” secara valuasi. Begitu juga sebaliknya, jika ada perubahan positif yang signifikan, seperti produk mulai diminati pasar yang membuat pangsa pasar terus meningkat, terjadi perubahan manajemen yang lebih baik, hal ini akan membuat valuasi perusahaan tersebut di *re-rating* ke atas.

Sehingga, tentunya kita tetap harus cermat dalam melihat valuasi dengan pendekatan *multiples* ini. Apakah rasio *multiples* yang di bawah rata-rata menunjukkan perusahaan tersebut benar-benar berada di area *undervalued*, atau memang adanya *re-rating* negatif karena ada perubahan signifikan yang negatif terhadap perusahaan ini. Misalnya, manajemen perusahaan terkena kasus korupsi, perusahaan mengalami kesulitan keuangan untuk membayar utang, dan lain sebagainya.

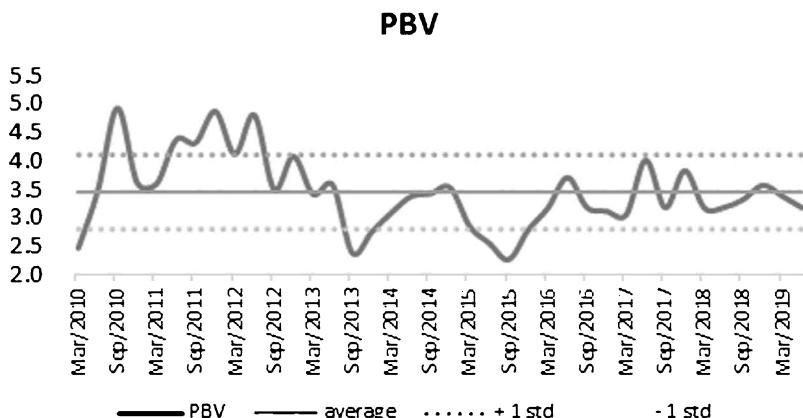
## Multiples Band : PBV Band, P÷S Band, P÷OPPS Band, P÷E Band

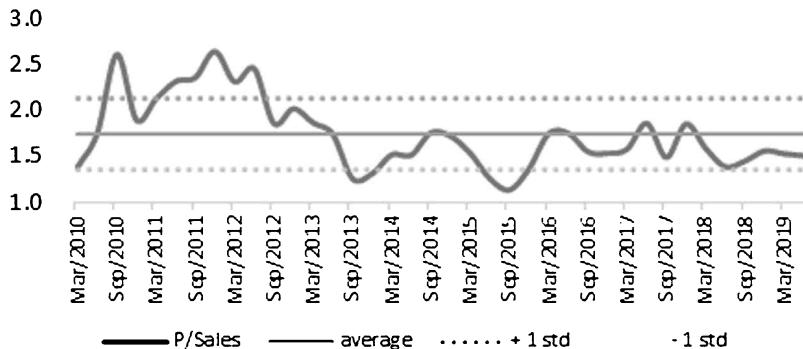
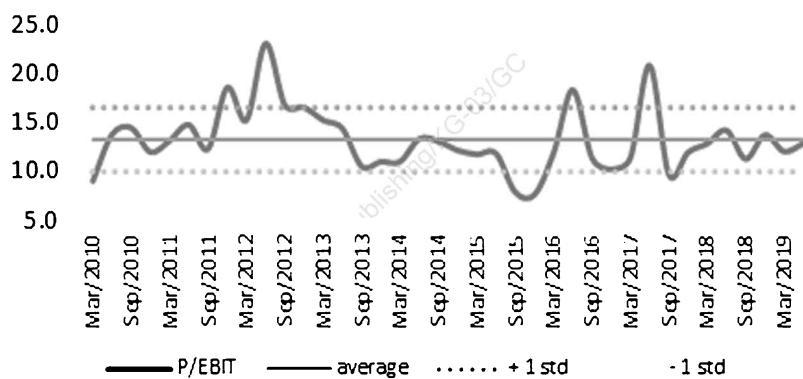
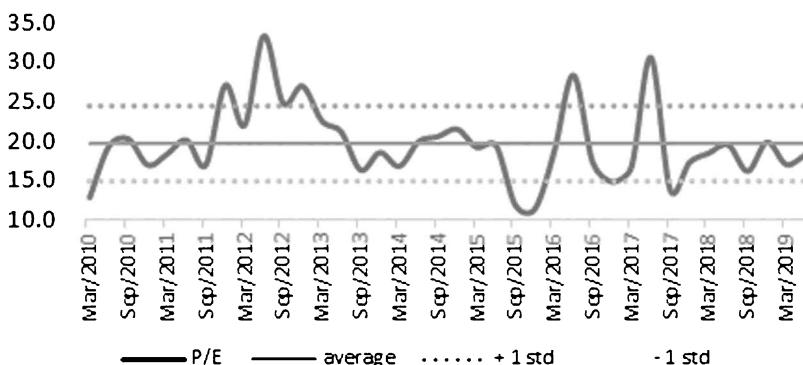
Agar lebih informatif, dalam praktiknya, data historis rasio *multiples* juga sering disajikan dalam bentuk grafik, yakni grafik *multiples* secara historis. Biasanya grafik *multiples* ini disebut juga sebagai “band”, seperti P÷E Band, PBV Band, Price÷Sales Band, P÷OPPS Band, dan lain sebagainya.

Dari grafik ini, kita dapat melihat pergerakan rasio *multiples* sebuah perusahaan dari tahun ke tahun, sehingga kita dapat menarik kesimpulan apakah harga saham yang ditawarkan dalam posisi rendah atau dalam posisi tinggi dibandingkan dengan kondisi fundamental perusahaannya.

Untuk lebih jelas, mari kita lihat contoh grafik dari *multiples* band berikut:

***Multiples Band - (GGRM)***



**P÷Sales****P÷OPPS****P÷E**

Dari grafik di atas, kita dapat melihat lebih jelas, apakah saat ini harga saham berada di area *undervalued* atau *overvalued*. Terlihat dari beberapa parameter *multiples* band yakni: PBV band,  $P \div \text{Sales}$  band,  $P \div \text{OPPS}$  band, dan  $P \div E$  band. Apabila rasio *multiples* saat ini berada di bawah garis rata-rata (*average*), maka kita dapat cukup nyaman untuk membeli saham tersebut. Garis  $+1\text{std}$  dan  $-1\text{std}$  disebut juga garis standar deviasi. Biasanya, apabila *multiples* saat ini sudah berada di bawah garis  $-1\text{std}$ , kita dapat memiliki tingkat keyakinan yang sangat tinggi bahwa saham tersebut tengah berada di level *undervalued* atau murah. Begitu juga sebaliknya, apabila rasio *multiples* berada di atas garis  $+1\text{std}$ , maka kita dapat memiliki keyakinan yang cukup tinggi untuk mengatakan bahwa harga saham saat ini dalam keadaan mahal atau *overvalued*.

Analisis grafik *multiples* band dapat memberikan hasil analisis yang lebih rasional dibanding hanya melihat grafik harga saham, karena grafik *multiples* band tidak hanya mengandung unsur gerakan harga saham, tetapi juga sudah mengandung unsur perkembangan kinerja perusahaan, seperti perkembangan penjualan, laba operasi, laba bersih, dan lain sebagainya. Perubahan fundamental perusahaan akan memengaruhi rasio *multiples* perusahaan tersebut, misalnya adanya peningkatan penjualan, peningkatan laba operasi, hal ini akan tercermin dalam grafik *multiples* band tersebut. Apabila peningkatan penjualan belum diikuti oleh kenaikan harga saham, maka rasio  $P \div \text{Sales}$  akan menurun dan dapat mengindikasikan bahwa harga saham tersebut dalam keadaan *undervalued*. Begitu juga dengan parameter fundamental lainnya seperti laba operasi, laba bersih, dan nilai buku.

Dengan demikian, kita dapat berasumsi bahwa, ketika level harga saham saat ini diperdagangkan di bawah garis rata-rata *multiples* tersebut, maka kita dapat menyebut harga saham tersebut dalam

keadaan murah atau *undervalued*, sementara sebaliknya, ketika harga saham dijual atau ditawarkan pada tingkat *multiples* di atas rata-rata historisnya, maka kita dapat menyebut harga saham tersebut dalam keadaan mahal atau *overvalued*.

Sekarang, kita dapat semakin percaya diri atas keputusan investasi kita setelah melihat beberapa perspektif dalam pengambilan keputusan investasi. Apakah kita harus membeli saham tersebut, atau sebaiknya kita menunggu sampai adanya penurunan harga saham signifikan. Dan juga untuk memberi kita pertimbangan dalam keputusan jual, seperti apakah sudah saatnya kita menjual saham tersebut, atau kita masih dapat menahan saham tersebut karena kita melihat masih adanya ruang kenaikan.

## VALUE STOCK vs VALUE TRAP

Pernahkah Anda mendengar istilah *value stock*? *Value stock* biasanya digunakan untuk saham-saham yang dianggap murah, dan berpotensi memberikan keuntungan signifikan di masa yang akan datang. Sering kali, *value stock* diindikasikan dengan rasio *multiples* yang sangat rendah dibandingkan dengan perusahaan sejenis lainnya.

*Value stock* biasanya belum menjadi favorit di mata investor secara luas, sehingga peminat saham ini belum banyak, hal ini yang membuat harga sahamnya masih rendah, sehingga tercermin pada rasio *multiples* seperti PER, PBV,  $P \div S$ , dan  $P \div OPPS$  yang rendah juga. Sementara itu, kinerja perusahaan ini sehat, dan memiliki prospek yang positif. Oleh karena itu, perusahaan ini disebut sebagai *value stock*. Jika kita dapat menemukan saham seperti ini, maka kita memperoleh kesempatan emas, ibarat menemukan berlian di tengah tumpukan sampah yang tidak dilirik oleh orang banyak.

Namun kita harus berhati-hati, tidak semua saham yang memiliki rasio *multiples* rendah merupakan *value stock*. Rasio *multiples* yang rendah menggoda investor untuk membeli. Namun ketika investor tidak memperhatikan peminat saham tersebut mereka alih-alih terjebak karena tak bisa menjualnya lagi, kemudian harga saham semakin turun, dan akhirnya mengalami kerugian besar. Saham-saham seperti ini lebih tepat dikatakan sebagai *value trap* daripada *value stock*.

Terdapat dua kemungkinan mengapa sebuah saham memiliki rasio *multiples* rendah. Kemungkinan yang pertama adalah, saham tersebut benar-benar murah atau *undervalued*, sehingga dapat dikategorikan sebagai *value stock*. Dan kemungkinan yang kedua adalah, saham tersebut tidak diminati karena memang perusahaan tersebut berisiko tinggi, atau tidak memiliki prospek ke depan

sehingga tidak ada investor yang berminat membeli saham tersebut, di mana hal ini membuat rasio *multiples* menjadi terlihat murah, sehingga menjadi jebakan atau *value trap* bagi investor dan bukan merupakan *value stock*.

Di sisi lain, saham yang memiliki rasio *multiples* tinggi juga memiliki dua kemungkinan. Kemungkinan pertama adalah saham tersebut memang mahal atau *overvalued*. Dan kemungkinan yang kedua adalah, pasar memberi rasio *multiples* yang tinggi karena memang perusahaan tersebut memiliki kualitas atau prospek pertumbuhan yang tinggi di masa yang akan datang. Hal itu mengakibatkan pasar banyak meminati saham tersebut, yang membuat rasio *multiples* dari saham tersebut menjadi tinggi.

Jadi di sini Anda semakin mengerti, tidak selalu saham yang memiliki rasio *multiples* rendah merupakan saham yang menarik untuk diinvestasikan, karena kita harus berhati-hati apakah saham tersebut masuk dalam kategori *value stock* atau *value trap*. Begitu juga saham yang memiliki rasio *multiples* tinggi, tidak selalu saham seperti ini merupakan saham yang tidak menarik untuk diinvestasikan lagi. Banyak sekali faktor yang harus kita perhatikan dalam pengambilan keputusan investasi, tidak hanya terbatas pada hitung-hitungan angka.

## Faktor Kualitatif dalam Analisis Fundamental

Dalam melakukan analisis saham, hitung-hitungan angka saja tidak cukup untuk memberikan pertimbangan kepada kita apakah sebuah saham layak dibeli atau tidak. Masih banyak faktor kualitas perusahaan yang tidak bisa dihitung dengan angka, tapi sangat berpengaruh terhadap kinerja perusahaan serta prospek perusahaan di masa depan. Faktor ini yang kita sebut sebagai faktor kualitatif, yakni faktor yang tidak dapat dihitung dengan angka, tapi sangat penting untuk pertimbangan investasi saham kita.

Kita dapat memulai langkah awal dalam melakukan pemilihan saham atau *stock picking* dari analisis angka, yakni dengan membandingkan rasio-rasio perusahaan yang sedang kita analisis. Namun, analisis angka saja belum cukup, **analisis angka dapat kita jadikan pijakan awal, dan selanjutnya kita harus menganalisis faktor-faktor yang tidak bisa dihitung dengan angka**. Seperti, bagaimana integritas atau kejujuran dari manajemen, bagaimana strategi perusahaan ke depannya, bagaimana tingkat kompetisi perusahaan tersebut dengan pesaing-pesaingnya, bagaimana regulasi pemerintah terhadap regulasi industri perusahaan tersebut, dan lain sebagainya. Faktor-faktor kualitatif seperti ini yang sulit kita hitung dengan angka, tetapi sangat berpengaruh pada kinerja investasi kita di masa yang akan datang.

Inilah yang membuat mengapa sebuah perusahaan dengan rasio *multiples* yang tinggi masih tetap diminati pasar sehingga harga sahamnya terus mengalami kenaikan. Tentu perusahaan dengan manajemen yang jujur layak diberikan harga premium dibandingkan dengan pesaingnya. Demikian juga perusahaan yang memiliki kekuatan merek dari produknya, cenderung memiliki rasio *multiples* yang tinggi.

Sementara, perusahaan dengan manajemen tidak jujur, tidak inovatif, memang layak diberikan rasio *multiples* yang rendah dibandingkan dengan perusahaan sejenis lainnya. Sehingga saham ini dapat kita katakan sebagai *value trap*. Oleh karena itu, kita harus berhati-hati dalam pemilihan saham yang hendak kita investasikan.

Oleh sebab itu, kita harus mengerti bahwa proses investasi saham bukanlah proses yang mudah dan instan. Sebagai investor saham yang bijak, kita harus melakukan analisis mendalam sebelum mengambil keputusan investasi. Sangat berisiko jika kita membeli saham, tanpa memahami kinerja dan kualitas dari perusahaan yang kita beli tersebut. Untuk berhasil dalam investasi saham, investor harus melakukan pekerjaan rumahnya, yakni melakukan analisis mendalam sebelum mengambil keputusan investasi.

## Pertimbangan Penting dalam Investasi Saham

Faktor-faktor penting yang harus kita perhatikan sebelum mengambil keputusan investasi saham adalah sebagai berikut:

### 1. Valuasi

Kita membandingkan **harga pasar** dengan **nilai wajar** dari perusahaan tersebut. Tentunya investasi yang menarik adalah ketika harga yang ditawarkan berada di bawah nilai wajarnya. Misalnya, harga saham di pasar Rp10.000 per lembar, dan ketika kita lakukan perhitungan valuasi terhadap perusahaan tersebut, kita mendapatkan nilai wajar atau nilai intrinsik (*intrinsic value*) dari perusahaan tersebut adalah Rp25.000 per lembar. Maka, kita dapat melihat saham ini sebagai kesempatan, karena masih memiliki potensi kenaikan sekitar 150%. Jangan sampai kita terjebak membeli saham yang harganya sudah berada di atas nilai wajarnya.

### 2. Kinerja dari perusahaan tersebut

Analisis laporan keuangan merupakan cara untuk mengukur kinerja dari sebuah perusahaan. Dari laporan keuangan, kita dapat memperhatikan tingkat pertumbuhan, tingkat profitabilitas, kondisi utang, dan lain-lain. Bandingkan pertumbuhan penjualan sebuah perusahaan dengan perusahaan lain, demikian juga untuk laba bersih, serta indikator kinerja lainnya.

### 3. Likuiditas Saham

Likuiditas saham juga sangat penting untuk diperhatikan investor, yakni kemudahan kita untuk membeli dan menjual saham tersebut. Jika kita membeli saham yang tidak likuid, tentu akan menjadi risiko untuk kita, di mana kita akan kesulitan untuk menjual saham tersebut karena kurangnya peminat atas saham ini.

#### 4. Faktor kualitatif

Faktor kualitatif merupakan faktor yang tidak dapat dihitung dengan angka. Faktor inilah yang sering terlupakan oleh investor padahal merupakan faktor yang sangat penting dalam menilai kualitas dari sebuah perusahaan. Kita harus memahami faktor kualitatif dari sebuah perusahaan, seperti:

- Integritas manajemen
- Kreativitas
- Inovasi
- Kekuatan merek (*brand image*)
- Budaya dari perusahaan tersebut
- Strategi perusahaan
- Tingkat kompetisi perusahaan dengan pesaingnya
- Regulasi pemerintah terhadap suatu industri
- Prospek bisnis di masa yang akan datang
- dan lain sebagainya

Banyak kualitas perusahaan yang tidak dapat digambarkan oleh laporan keuangan. Sebagai contoh kreativitas dari manajemen, bisakah kita menemukan nilai dari kreativitas di dalam laporan keuangan? Bisakah kita menilai budaya sebuah perusahaan dengan angka? Berapa nilai dalam rupiah integritas dari manajemen? Tentu kita tidak akan menemukan angka nilai dari kreativitas, integritas, dan budaya dalam laporan keuangan. Namun, faktor-faktor kualitatif ini sangat berpengaruh bagi kinerja perusahaan, dan harga saham merefleksikan faktor kualitatif tersebut.

Jika terdapat dua perusahaan, yakni perusahaan dengan manajemen jujur, dan perusahaan dengan manajemen tidak jujur, manakah perusahaan yang lebih bernilai? Tentu perusahaan yang dikendalikan oleh manajemen yang jujur. Contoh lain, perusahaan yang memiliki produk dengan merek yang sudah dikenal masyarakat,

dibandingkan dengan perusahaan dengan produk tidak terkenal. Perusahaan mana yang lebih bernilai? Tentu perusahaan yang memiliki produk dengan merek terkenal.

Demikian juga untuk strategi perusahaan, tingkat kompetisi perusahaan tersebut terhadap pesaing-pesaingnya, serta regulasi pemerintah yang memengaruhi prospek bisnis perusahaan tersebut ke depannya. Tentunya, kita harus memilih perusahaan yang dapat bertahan dalam jangka panjang, serta memiliki potensi pertumbuhan yang positif dalam jangka panjang. Semakin cerah prospek sebuah perusahaan, maka semakin bernilai saham tersebut.

## Simple Is the Best

Sampai sejauh ini, Anda telah mempelajari dua pendekatan valuasi saham yakni pendekatan DCF dan pendekatan *multiples*. Pendekatan tersebut dapat Anda gunakan untuk membantu keputusan investasi. Dalam praktiknya, sering kali pendekatan yang sederhana merupakan pendekatan yang terbaik dibandingkan dengan pendekatan yang rumit. Dalam dunia investasi, semakin rumit sebuah pendekatan tidak menjamin pendekatan tersebut semakin akurat. Oleh karena itu, kita dapat menggunakan pendekatan yang sederhana, tetapi bukan berarti kita tidak melakukan perhitungan sama sekali ketika ingin mengambil keputusan investasi.

Metode *multiples* adalah metode yang lebih sederhana dibandingkan dengan metode DCF. Dalam praktiknya, metode *multiples* juga dapat diandalkan dalam membantu keputusan investasi, di mana metode ini juga banyak digunakan secara luas oleh praktisi investasi bahkan secara internasional.

Untuk semakin melengkapi ilmu Anda serta perspektif Anda dalam ilmu valuasi saham, Anda juga dapat mempelajari lewat DVD *Teknik Sederhana Menilai Harga Wajar Saham*, dari Akademi Investasi.



## Contoh Simulasi Komprehensif

Dalam melakukan valuasi dengan metode *multiples*, kita juga harus dapat memprediksi kinerja perusahaan di masa yang akan datang. Baik metode DCF, *multiples*, maupun metode lainnya, prinsip dasar investasi adalah investor harus dapat melihat masa depan dari perusahaan tersebut, sehingga kita dapat menentukan nilai wajar saat ini untuk keputusan investasi kita.

Sebagai contoh, kita akan melakukan valuasi PT Kalbe Farma Tbk (KLBF). Biasanya, praktisi profesional investasi akan melakukan *forecasting* atau memproyeksi laporan keuangan perusahaan dalam beberapa tahun ke depan. Untuk membantu proses *forecasting*, biasanya investor dapat mempelajari prospek dari sebuah perusahaan dengan berdiskusi bersama manajemen perusahaan, maupun pengalaman yang memberikan kejelian bagi investor untuk memprediksi kinerja perusahaan.

Berikut adalah contoh *forecasting* laporan keuangan yang biasa saya lakukan dalam melakukan proses valuasi dengan metode *multiples*.

**PT Kalbe Farma Tbk. (KLBF)**

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F	2022F
<b>INCOME STATEMENTS</b>										
Revenue	16,002	17,369	17,887	19,374	20,182	21,074	22,128	23,123	24,060	24,937
	<i>Growth</i>	8.5%	3.0%	8.3%	4.2%	4.4%	5.0%	4.5%	4.1%	3.6%
<u>Cost of revenue</u>	-8,323	-8,893	-9,295	-9,886	-10,370	-11,226	-11,787	-12,318	-12,817	-13,284
<u>Gross Profit</u>	<b>7,679</b>	<b>8,476</b>	<b>8,592</b>	<b>9,488</b>	<b>9,812</b>	<b>9,848</b>	<b>10,340</b>	<b>10,806</b>	<b>11,243</b>	<b>11,653</b>
	<i>Growth</i>	10.4%	1.4%	10.4%	3.4%	0.4%	5.0%	4.5%	4.1%	3.6%
Depreciation & Amortization	-153	-192	-218	-230	-281	-263	-289	-319	-349	-378
<u>Operating Expense</u>	-4,842	-5,380	-5,564	-6,010	-6,077	-6,028	-6,329	-6,614	-6,882	-7,133
<u>Operating Profit</u>	<b>2,684</b>	<b>2,904</b>	<b>2,810</b>	<b>3,248</b>	<b>3,454</b>	<b>3,557</b>	<b>3,722</b>	<b>3,873</b>	<b>4,013</b>	<b>4,142</b>
	<i>Growth</i>	8.2%	-3.2%	15.6%	6.3%	3.0%	4.6%	4.0%	3.6%	3.2%
<u>Interest Expense</u>	-29	-52	-24	-28	-36	-30	-35	-36	-37	-38
EBT	<b>2,655</b>	<b>2,852</b>	<b>2,786</b>	<b>3,220</b>	<b>3,418</b>	<b>3,527</b>	<b>3,688</b>	<b>3,837</b>	<b>3,975</b>	<b>4,104</b>
<u>Net Profit</u>	<b>1,920</b>	<b>2,065</b>	<b>2,004</b>	<b>2,300</b>	<b>2,404</b>	<b>2,457</b>	<b>2,569</b>	<b>2,673</b>	<b>2,769</b>	<b>2,859</b>
	<i>Growth</i>	7.6%	-3.0%	14.8%	4.5%	2.2%	4.6%	4.0%	3.6%	3.2%
EPS	41	44	43	49	51	52	55	57	59	61
Rp billion	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F	2022F
<b>BALANCE SHEETS</b>										
Cash	1,614	1,895	2,719	2,896	2,785	3,153	2,903	2,704	2,567	2,503
<u>Other Asset</u>	<b>9,701</b>	<b>10,530</b>	<b>10,977</b>	<b>12,330</b>	<b>13,831</b>	<b>14,993</b>	<b>16,642</b>	<b>18,290</b>	<b>19,919</b>	<b>21,517</b>
<u>Total Asset</u>	<b>11,315</b>	<b>12,425</b>	<b>13,696</b>	<b>15,226</b>	<b>16,616</b>	<b>18,146</b>	<b>19,545</b>	<b>20,994</b>	<b>22,487</b>	<b>24,020</b>
S.T. Debt	584	252	2,366	2,317	2,227	2,286	2,400	2,508	2,610	2,705
L.T. Debt	0	44	392	445	495	565	622	677	732	786
<u>Total Equity</u>	<b>8,500</b>	<b>9,817</b>	<b>10,938</b>	<b>12,464</b>	<b>13,894</b>	<b>15,295</b>	<b>16,524</b>	<b>17,808</b>	<b>19,144</b>	<b>20,529</b>
Jumlah lembar saham beredar (miliar lembar)	46.9	46.9	46.9	46.9	46.9	46.9	46.9	46.9	46.9	46.9

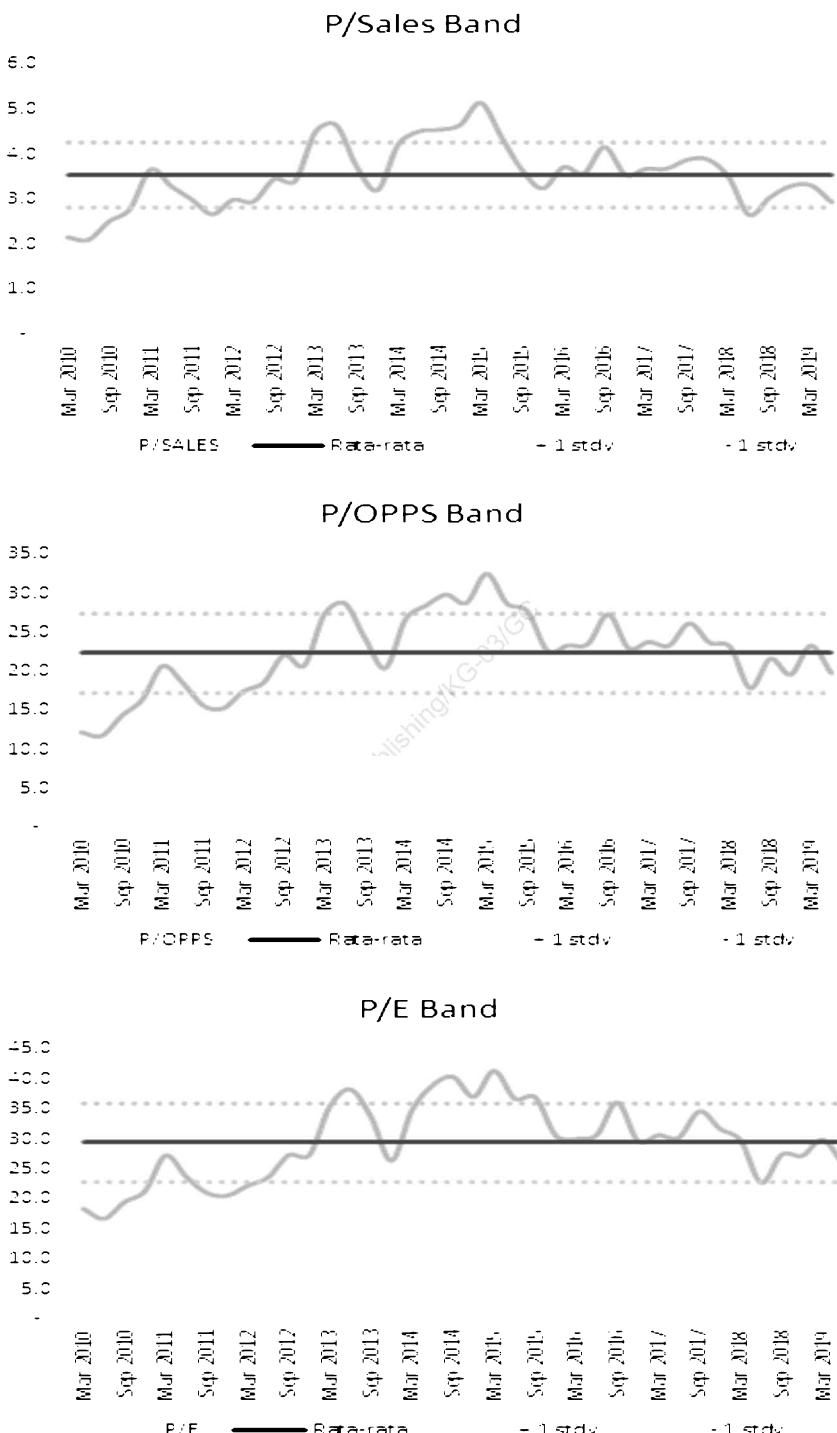
Perhitungan ini dilakukan pada pertengahan tahun 2019 saat buku ini ditulis, sehingga kita harus memprediksi atau memproyeksi kinerja perusahaan hingga akhir tahun 2019, disingkat menjadi 2019F atau “2019 Forecast”. Dan juga, biasanya praktisi akan melakukan proyeksi kinerja dalam beberapa tahun ke depan.

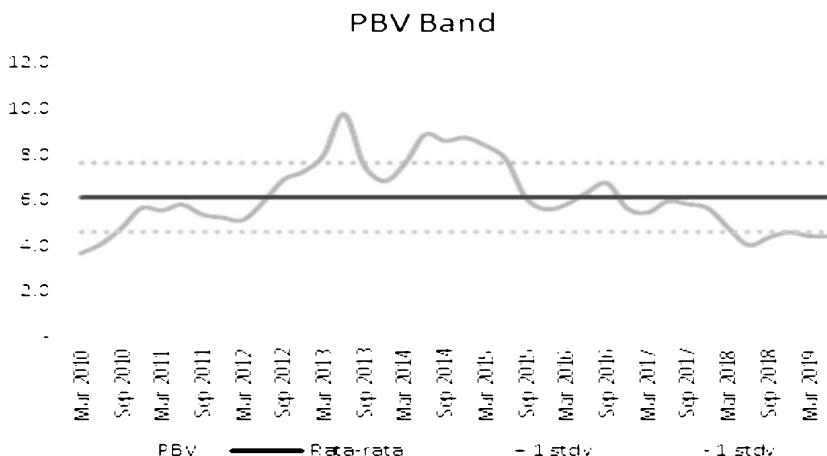
Setelah melakukan proyeksi kinerja perusahaan di masa yang akan datang, maka kita bisa memproyeksi nilai wajar atau valuasi perusahaan tersebut, dengan melihat berapa rasio *multiples* yang wajar untuk kita gunakan untuk proyeksi valuasi perusahaan tersebut.

<b>VALUASI</b>										
<b>Keterangan</b>	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F	2022F
Harga saham (31 Desember)	1250	1830	1320	1515	1690	1520				
<b>Data per lembar</b>										
Sales per share	341.1	370.3	381.4	413.0	430.3	449.4	471.8	493.1	513.0	531.7
Operating profit per share (OPPS)	57.2	61.9	59.9	69.2	73.6	75.8	79.4	82.6	85.6	88.3
Earnings per share (EPS)	40.9	44.0	42.7	49.0	51.3	52.4	54.8	57.0	59.1	61.0
Book Value per share (BVPS)	181.2	209.3	233.2	265.7	296.2	326.1	352.3	379.7	408.2	437.7
<b>Multiples</b>										
Price/Sales	3.7	4.9	3.5	3.7	3.9	3.4	3.8	3.8	3.8	3.8
P/OPPS	21.8	29.6	22.0	21.9	23.0	20.0	23.1	23.1	23.1	23.1
P/E	30.5	41.6	30.9	30.9	33.0	29.0	32.6	32.6	32.6	32.6
P/BV	6.9	8.7	5.7	5.7	5.7	4.7	6.2	6.2	6.2	6.2
<b>Valuasi</b>										
Price/Sales x Sales per Share							1,812	1,894	1,971	2,042
P/OPPS x OPPS							1,830	1,904	1,972	2,036
P/E x EPS							1,788	1,861	1,928	1,990
P/BV x BVPS							2,194	2,365	2,543	2,726
<b>Valuasi</b>							<b>1,906</b>	<b>2,006</b>	<b>2,103</b>	<b>2,199</b>

Dengan melakukan proses valuasi di atas, kita dapat cukup meyakini bahwa harga saham KLBF memiliki nilai intrinsik atau valuasi sebesar Rp1.900. Dibandingkan dengan harga saham saat buku ini ditulis yakni di level Rp1.600, artinya, saham KLBF masih memiliki potensi kenaikan atau *upside* sebesar 18,8%. Oleh karena itu, kita dapat mempertimbangkan untuk membeli saham KLBF berdasarkan hasil valuasi yang kita lakukan.

Untuk melengkapi perspektif kita dalam proses pengambilan keputusan investasi, biasanya saya juga melihat grafik *multiples* band. Misalnya, ini adalah grafik *multiples* band untuk KLBF.





Dengan melihat grafik *multiples* band tersebut, kita dapat meningkatkan keyakinan bahwa saham KLBF saat ini masih berada dalam kondisi *undervalued*, di mana rasio-rasio *multiples* seperti P÷Sales, P÷OPPS, P÷E, dan PBV, masih berada di bawah rata-rata sejak tahun 2010.

Mudah-mudahan sampai sejauh ini, Anda sudah mendapatkan ilmu yang berharga mengenai proses valuasi dalam pengambilan keputusan investasi. Sekarang mari kita pelajari jurus valuasi berikutnya.

# **JURUS VALUASI 3: METODE ASSET-BASED**

**M**etode valuasi ketiga yang juga sering digunakan untuk menghitung nilai wajar dari sebuah perusahaan adalah metode *Asset Based*. Seperti nama dari metode ini, yakni *Asset Based*, valuasi dengan metode ini dilakukan dengan cara melihat nilai wajar dari aset-aset perusahaan tersebut.

Sebagai contoh, sebuah perusahaan properti PT Indo Land memiliki lahan untuk dikembangkan di berbagai daerah, misalnya di Tangerang, Manado, dan Bali. Untuk menghitung valuasi atau nilai wajar dari perusahaan properti tersebut, pendekatan yang dilakukan adalah menghitung nilai wajar dari aset-aset yang dimiliki perusahaan tersebut. Misalnya, tanah di Tangerang seluas 1 hektar memiliki nilai wajar Rp20 miliar, tanah di Manado seluas 5 hektar senilai Rp25 miliar, tanah di Bali seluas 2 hektar senilai Rp60 miliar. Dengan demikian, kita bisa menghitung total nilai wajar dari aset-aset perusahaan itu adalah Rp105 miliar.

Area	Luas - m <sup>2</sup>	Harga Pasar per Meter	Total Nilai	
Tangerang	10,000	Rp 2,000,000	Rp	20,000,000,000
Manado	50,000	Rp 500,000	Rp	25,000,000,000
Bali	60,000	Rp 1,000,000	Rp	60,000,000,000

**Total nilai pasar aset Rp 105,000,000,000**

Untuk mendapatkan informasi nilai wajar dari aset tersebut, tidak ada cara lain selain melakukan survey atas harga pasaran atau harga wajar dari aset di daerah tersebut. Pada zaman sekarang, untuk mencari informasi mengenai harga pasaran sudah lebih mudah dengan adanya internet yang dapat memberikan informasi lengkap mengenai harga pasaran sebuah properti di suatu daerah.

Setelah kita menghitung nilai wajar dari total aset perusahaan tersebut, langkah selanjutnya adalah kita menghitung total utang dan kewajiban bersih dari perusahaan ini. Sebagai contoh, kita menemukan bahwa PT Indo Land memiliki total utang dan kewajiban bersih sebesar Rp25 miliar. *Nilai utang bersih atau net debt adalah total utang dan kewajiban perusahaan yang telah dikurangi dengan jumlah uang kas (cash) yang dimiliki perusahaan.*

**Nilai utang bersih = Total utang & kewajiban - kas**

Oleh karena itu, kita bisa menghitung nilai wajar aset bersih dari PT Indo Land adalah sebesar Rp80 miliar. Yakni dihitung dengan cara mengurangi nilai wajar dari total aset sebesar Rp105 miliar dikurangi dengan total utang dan kewajiban bersihnya sebesar Rp25 miliar. Inilah yang kita jadikan dasar valuasi saham untuk PT Indo Land.

$$\begin{aligned}
 \text{Nilai wajar aset bersih PT Indo Land} &= \text{Rp}105 \text{ miliar} - \text{Rp}25 \text{ miliar} \\
 &= \text{Rp}80 \text{ miliar}
 \end{aligned}$$

Setelah ini, kita melihat berapa banyak jumlah lembar saham yang beredar, misalnya jumlah lembar saham yang beredar adalah sebanyak 1 juta lembar. Dengan demikian, sekarang kita bisa mendapatkan nilai wajar per lembar dari saham PT Indo Land, yakni sebesar Rp80.000 per lembar. Dihitung dengan cara membagi total nilai wajar aset bersih Rp80 miliar, dengan jumlah lembar saham yang beredar.

$$\begin{aligned}
 \text{Harga wajar per lembar} &= \text{Rp}80 \text{ miliar} \div 1 \text{ juta lembar saham} \\
 &= \text{Rp}80.000 \text{ per lembar}
 \end{aligned}$$

Secara komprehensif, perhitungan valuasi PT Indo Land dengan menggunakan metode valuasi *asset-based* dihitung sebagai berikut:

Area	Luas - m <sup>2</sup>	Harga Pasar per Meter	Total Nilai	
Tangerang	10,000	Rp 2,000,000	Rp	20,000,000,000
Manado	50,000	Rp 500,000	Rp	25,000,000,000
Bali	60,000	Rp 1,000,000	Rp	60,000,000,000

$$\begin{aligned}
 \text{Total nilai pasar aset} &= \text{Rp } 105,000,000,000 \\
 \text{Total utang & kewajiban bersih} &= \text{Rp } 25,000,000,000
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 \text{Nilai aset bersih} &= \text{Rp } 80,000,000,000 \\
 \text{Jumlah lembar saham beredar} &= 1,000,000 \text{ lembar}
 \end{aligned}$$

$$\text{Valuasi PT Indo Land per lembar saham} = \text{Rp } 80,000$$

Dengan demikian, kita dapat menyimpulkan bahwa rumus valuasi dengan metode *asset based* adalah sebagai berikut:

$$\frac{\text{Valuasi} \quad \text{Nilai Pasar Aset} - \text{Nilai Utang Bersih}}{(\text{Nilai Wajar Aset Bersih}) \quad = \quad \text{Jumlah Lembar Saham Beredar}}$$

$\swarrow$

$\text{Nilai Utang Bersih} \quad = \quad \text{Total Utang \& Kewajiban} - \text{Kas}$

Biasanya, metode valuasi *asset based* cocok untuk perusahaan yang aset-asetnya memiliki nilai pasar, seperti properti, perusahaan sumber daya alam seperti batubara, perkebunan, dan lain sebagainya. Perusahaan properti bisa dihitung nilai wajarnya dengan melihat luas lahan atau properti lain dan harga pasar per meter dari properti tersebut. Di sisi lain, perusahaan sumber daya alam dapat dihitung dengan melihat cadangan komoditas yang dapat ditambang dan dijual dengan harga komoditas pada saat itu, seperti perusahaan komoditas pertambangan batubara, emas, timah, nikel, perkebunan kelapa sawit, dan lain sebagainya.

Sebaliknya, metode valuasi *asset based* tidak cocok untuk perusahaan yang memiliki aset yang terdepresiasi besar. Seperti manufaktur di mana sebagian besar asetnya adalah mesin, peralatan, dan lain sebagainya. Kita mengetahui bahwa nilai dari mesin akan menyusut atau terdepresiasi dari waktu ke waktu seiring usia dari mesin tersebut. Namun, mesin dapat mencetak uang bagi perusahaan tersebut. Oleh karena itu, metode *asset based* tidak cocok untuk perusahaan manufaktur. Dan biasanya, manufaktur lebih cocok menggunakan metode DCF yakni dengan melihat potensi *cashflow* di masa yang akan datang. Contoh industri lain yang memiliki aset terdepresiasi besar adalah perusahaan penerbangan (*airlines*), perusahaan transportasi, perusahaan jasa, dan lain sebagainya.

Pada prinsipnya, metode valuasi *asset based* cocok untuk perusahaan yang memiliki aset yang kita bisa mencari informasi dan menemukan nilai pasar dari aset-aset tersebut. Seperti harga pasar tanah di suatu daerah, harga komoditas dunia, dan lain sebagainya. Sehingga kita bisa menghitung nilai wajar dari aset-aset yang dimiliki oleh perusahaan tersebut.

## Nilai Pasar Aset vs Nilai Buku Aset

Satu konsep penting yang harus kita pahami dalam investasi adalah perbedaan antara nilai pasar dengan nilai buku.

Secara mudah, nilai pasar adalah harga pasaran dari sebuah aset yang dimiliki. Contoh sebuah perusahaan PT ABCD memiliki properti gudang. Di mana harga pasaran dari gudang tersebut adalah Rp10 miliar. Atau dengan kata lain, jika gudang tersebut dijual, maka harga jual pasaran dari gudang tersebut adalah sebesar Rp10 miliar. Harga pasaran didapat dari hasil survei lokasi, maupun *appraisal*.

Sementara nilai buku adalah angka yang dicatat di dalam laporan keuangan. Biasanya nilai buku dari sebuah aset merupakan angka harga beli dikurangi dengan depresiasi atau penyusutan dari aset tersebut. Misalnya gudang tersebut dibeli PT ABCD pada 5 tahun lalu, dengan harga Rp5 miliar. Dan karena sudah berjalan 5 tahun, dianggap properti tersebut mengalami depresiasi atau penyusutan sebanyak Rp1 miliar karena usia bangunan. Artinya nilai buku dari aset gedung tersebut adalah Rp4 miliar. Angka Rp4 miliar inilah yang biasa tercatat di dalam laporan keuangan. Yakni total biaya beli dikurangi dengan penyusutan atau depresiasi.

Agar lebih jelas, berikut adalah contoh laporan keuangan perusahaan bagian aset tetap atau *fixed asset*.

**ASET TETAP****FIXED ASSETS**

	<u>Saldo akhir/ Ending balance</u>	
→ Biaya perolehan <u>Pemilikan langsung</u>		<i>Acquisition cost Direct ownership</i>
Tanah	279,035	<i>Land</i>
Bangunan dan prasarana	3,362,765	<i>Buildings and improvements</i>
Mesin dan peralatan	6,995,414	<i>Machinery and equipment</i>
Perabot, peralatan kantor, dan laboratorium	1,111,981	<i>Furniture &amp; fixtures office and laboratory equipment</i>
Alat-alat pengangkutan	9,554	<i>Transportation equipment</i>
Aset tetap dalam pembangunan		<i>Construction in progress</i>
- Bangunan dan prasarana	374,566	<i>Buildings and - improvements</i>
- Mesin dan peralatan	759,207	<i>Machinery and equipment -</i>
- Perabot, peralatan kantor, dan laboratorium	36,778	<i>Furniture &amp; fixtures office - and laboratory equipment</i>
Jumlah	12,929,300	<i>Total</i>
<u>Sewa pembiayaan</u>		<i>Finance leases</i>
Alat-alat pengangkutan	160,934	<i>Transportation equipment</i>
Jumlah biaya perolehan	13,110,284	<i>Total acquisition cost</i>
→ Akumulasi penyusutan <u>Pemilikan langsung</u>		<i>Accumulated depreciation Direct ownership</i>
Bangunan dan prasarana	(1,427,926)	<i>Buildings and improvements</i>
Mesin dan peralatan	(3,522,229)	<i>Machinery and equipment</i>
Perabot, peralatan kantor dan laboratorium	(791,187)	<i>Furniture &amp; fixtures, office and laboratory equipment</i>
Alat-alat pengangkutan	(7,475)	<i>Transportation equipment</i>
Jumlah	(5,748,817)	<i>Total</i>
<u>Sewa pembiayaan</u>		<i>Finance leases</i>
Alat-alat pengangkutan	(73,032)	<i>Transportation equipment</i>
Jumlah akumulasi Penyusutan	(5,821,849)	<i>Total accumulated depreciation</i>
<b>Nilai buku bersih</b>	<b>7,266,435</b>	<b>Net book value</b>

Pada contoh di atas, saya juga berikan bahasa Inggris-nya agar kita terbiasa membaca laporan keuangan perusahaan baik menggunakan istilah dalam bahasa Indonesia maupun bahasa Inggris. Contoh laporan keuangan ini disajikan dalam jutaan rupiah.

Dalam bagian aset tetap perusahaan, biasanya terbagi menjadi dua bagian, yakni “biaya perolehan” dan “akumulasi penyusutan”. Biaya perolehan adalah total biaya saat perusahaan melakukan pembelian aset tersebut seperti bangunan, mesin-mesin, dan lain sebagainya. Sementara “akumulasi penyusutan” adalah penurunan nilai yang diakui perusahaan karena seiring usia pakai, atau biasa disebut sebagai akumulasi biaya depresiasi. Dengan demikian, biaya perolehan dikurangi akumulasi penyusutan disebut juga “nilai buku bersih”.

Namun, nilai buku bersih dari sebuah aset tetap, tentu tidak sama dengan harga pasar aset tersebut jika dijual. Misalnya, bangunan mengalami penyusutan secara pencatatan akuntansi atau laporan keuangan. Namun, dalam kondisi pasar, bisa saja nilai dari bangunan tersebut telah mengalami kenaikan harga pasar, yang berpotensi dijual lebih tinggi dibandingkan dengan nilai buku bersihnya. Nilai pasar menunjukkan nilai sesungguhnya dari nilai aset yang dimiliki oleh perusahaan.

Oleh karena itu, adalah kesalahan besar jika kita melakukan valuasi perusahaan menggunakan nilai buku dari aset. Yang benar adalah kita menggunakan nilai pasar dari aset-aset perusahaan tersebut.

Dengan demikian, langkah yang harus dilakukan dalam melakukan valuasi dengan metode *asset based* adalah mendata aset-aset yang dimiliki oleh perusahaan tersebut, dan kemudian melakukan survei atas harga pasar atau harga wajar dari aset-aset perusahaan tersebut.

## Contoh Aplikasi Valuasi Metode Asset-Based

### Sektor properti

Sektor properti merupakan salah satu sektor yang cocok menggunakan valuasi *asset based*. Di mana sebagian besar aset dari perusahaan properti berupa tanah serta bangunan yang siap dijual maupun disewakan. Harga pasar dari aset properti dapat kita dapatkan dengan cara melakukan survei harga pasaran di lokasi di mana aset tersebut berada.

Berikut contoh aplikasi valuasi saham untuk sektor properti dengan metode *asset based*. Misalnya, kita ingin melakukan valuasi untuk perusahaan properti PT RB Properti Development. Maka, kita mengumpulkan data daftar aset yang dimiliki perusahaan, serta melakukan survei atas harga pasar aset tersebut.

#### PT RB Property Development

Daftar Aset	Luas - (hektar)	Survey Harga Pasar per meter	Perkiraan Nilai Pasar Aset
<b>Lahan</b>			
Jabodetabek	1,200	Rp 1,750,000	Rp 21,000,000,000,000
Jawa Timur	950	Rp 950,000	Rp 9,025,000,000,000
Sumatera	200	Rp 700,000	Rp 1,400,000,000,000

1 hektar = 10,000 meter persegi

#### Properti Komersial

Hotel A	Rp	500,000,000,000
Hotel B	Rp	750,000,000,000
Mal - X	Rp	1,200,000,000,000
Mal - Y	Rp	1,500,000,000,000

Total Perkiraan Nilai Pasar Asset Rp 35,375,000,000,000  
 Total Utang Bersih (*net debt*) Rp 7,500,000,000,000 -

**Total Nilai Aset Bersih (Net Asset Value)** Rp 27,875,000,000,000  
 jumlah lembar saham beredar 1,000,000,000 lembar saham

**Nilai Aset Bersih per lembar saham** Rp 27,875

Dari perhitungan di atas, kita menemukan harga wajar atau valuasi saham PT RB Properti Development adalah di level Rp27.875 per lembar saham. Angka valuasi ini sering disebut sebagai NAV atau *Net Asset Value* dalam valuasi properti.

Hasil perhitungan tersebut akan kita bandingkan dengan harga saham di pasar. Di mana dalam valuasi properti biasanya dikenal istilah *discount to NAV*. Ini adalah faktor kali atau *multiples* yang sering digunakan dalam melakukan valuasi properti. Yakni diskon harga saham di pasar, jika dibandingkan dengan valuasi NAV perusahaan tersebut.

Misalnya, jika harga saham PT RB Properti Development di pasar Rp15.000 per lembar, sementara hasil perhitungan valuasi NAV adalah sebesar Rp27.875, maka kita dapat mengatakan *discount to NAV* untuk PT RB Properti Development adalah sebesar 46%.

Untuk menilai apakah harga saham properti tersebut mahal atau murah, angka *discount to NAV* inilah yang kemudian dibandingkan dengan angka *discount to NAV* dari perusahaan properti lainnya. Kita juga bisa menemukan, rata-rata *discount to NAV* dari industri properti di Indonesia. Di mana semakin besar angka *discount to NAV*, menunjukkan harga saham perusahaan tersebut semakin murah *relative* terhadap NAV.

Berikut ilustrasinya:

Nama perusahaan	NAV per lembar	Harga Saham per lembar	Discount to NAV
PT RB Property Development	Rp 27,875	Rp 15,000	<b>46%</b>
PT Property BBB	Rp 700	Rp 250	<b>64%</b>
PT Property CCC	Rp 2,500	Rp 1,250	<b>50%</b>
PT Property DDD	Rp 17,200	Rp 12,000	<b>30%</b>
PT Property EEE	Rp 8,000	Rp 3,500	<b>56%</b>
<b>Rata-rata industri Property</b>			<b>49%</b>

*Semakin besar angka discount to NAV, menunjukkan harga saham perusahaan tersebut semakin murah relative terhadap NAV.*

Dari data valuasi properti menggunakan *asset based* NAV di atas, kita menemukan bahwa rata-rata *discount to NAV* untuk industri properti adalah sebesar 49%. Dengan membandingkan angka *discount to NAV* tersebut, kita dapat menyimpulkan bahwa:

- PT Properti DDD merupakan yang termahal, karena memiliki *discount to NAV* paling kecil, sebesar 30%.
- PT Properti BBB merupakan yang termurah, karena memiliki *discount to NAV* paling besar, sebesar 64%.
- PT RB Properti Development relatif murah, karena memiliki *discount to NAV* sebesar 46%, di bawah rata-rata industri.

Dengan demikian, sebagai investor, kita dapat mempertimbangkan untuk berinvestasi pada PT Properti BBB, karena memiliki valuasi yang paling menarik, yakni dengan angka *discount to NAV* yang paling besar.

## **Sektor perbankan**

Sektor perbankan juga merupakan sektor yang cocok menggunakan valuasi metode *asset based*. Sebagian besar aset perbankan adalah kredit yang disalurkan, di mana nilai pasar atau nilai wajar dari kredit yang disalurkan adalah sesuai dengan angka yang tercatat dalam laporan keuangan, atau dengan kata lain, nilai pasar dari aset kredit perbankan adalah sama dengan nilai buku dari kredit tersebut. Sebagai contoh, jika dalam laporan keuangan perbankan tertulis angka kredit yang disalurkan Rp500 triliun, artinya, nilai pasar dari kredit tersebut adalah memang Rp500 triliun.

Berbeda dengan sektor lainnya seperti properti, di mana nilai buku tidak sama dengan nilai pasar. Karena nilai buku adalah angka

perolehan aset tersebut atau harga beli properti tersebut dikurangi dengan depresiasi atau penyusutan. Sementara nilai buku tersebut tidak mencerminkan harga pasar dari properti tersebut.

Oleh karena itu, untuk melakukan valuasi perbankan, pendekatan yang sering digunakan praktisi adalah pendekatan nilai buku, karena nilai buku dari perbankan tersebut dianggap sama dengan nilai wajar dari asetnya, di mana memang sebagian besar aset dari perbankan adalah uang yang berupa kredit yang disalurkan.

Berikut adalah contoh laporan keuangan bank bagian neraca:

**Neraca PT Bank Mandiri Tbk**  
**31 Desember 2018**  
**(Rp miliar)**

<b>Assets</b>	<b>4Q 2018</b>	<b>Liabilities</b>	<b>4Q 2018</b>
Cash	27,349	Current Account	200,506
Current Acc w/ BI & Other Banks	74,689	Savings	338,601
Placement w/ BI & Other banks	22,566	Time Deposits	301,807
Receivables (Acceptances & Others)	40,302		
Marketable Securities	63,932	<b>Total Deposits</b>	840,914
Government Bonds	114,285		
Loans (Gross)	820,084	Securities Issued	19,089
Provisions of Loans	(32,177)	Deposits from other banks	16,927
Net Loans	787,907	Subordinated Debt	686
Reverse Repo	2,098	Borrowings	51,654
Other Provisions	(2,681)	Other Int. Bearing Liabilities	30,500
Deferred Tax Assets	4,998	Non Int. Bearing Liabilities	57,521
Other Assets	66,809	<b>Equity</b>	<b>184,960</b>
<b>Total</b>	<b>1,202,252</b>	<b>Total</b>	<b>1,202,252</b>

*Sumber: Bank Mandiri – Corporate Presentation*

Dari contoh laporan keuangan bank di atas, kita dapat melihat bahwa di sisi aset, aset terbesar perbankan berupa *loans* atau pinjaman kredit kepada nasabah. Di mana Bank Mandiri memiliki total aset kredit sekitar Rp820 triliun dari total aset yang dimiliki sebesar Rp1.200 triliun per 31 Desember 2018. Di mana nilai pasar dari kredit tersebut tentunya tidak ada perbedaan dengan angka yang tercatat di dalam laporan keuangan bank tersebut. Yakni nasabah akan melunasi pinjamannya sesuai dengan angka yang tercatat dalam buku Bank Mandiri.

Di sisi kewajiban atau liabilitas, sebagian besar kewajiban atau liabilitas perbankan adalah Dana Pihak Ketiga atau sering disingkat menjadi DPK. Di mana DPK dapat disebut juga dana simpanan nasabah, yang dapat berupa Tabungan (*savings*), Giro (*current account*), dan Deposito (*time deposits*). Di mana Bank Mandiri memiliki total DPK sebesar Rp840 triliun per 31 Desember 2018. Di mana nilai pasar dari simpanan nasabah atau DPK juga tidak ada perbedaan dengan nilai yang tercatat dalam laporan keuangan, atau nilai bukunya.

Oleh karena itu, dalam melakukan valuasi saham bank dengan menggunakan metode *asset based*, kita dapat menggunakan metode nilai buku atau *book value*.

Kita sudah memahami bahwa dalam metode *asset based*, yang dihitung adalah nilai dari *net asset value*, yang dihitung dengan cara mengurangi nilai wajar dari total aset dengan nilai dari kewajiban atau liabilitasnya.

Dalam akuntansi, aset dikurangi liabilitas disebut juga sebagai ekuitas.

$$\text{Aset} - \text{Liabilitas} = \text{Ekuitas}$$

Dari data laporan keuangan di atas, Bank Mandiri memiliki total ekuitas sebesar Rp185 triliun per 31 Desember 2019. Dan berdasarkan laporan keuangan Bank Mandiri, jumlah lembar saham yang beredar adalah sebanyak 46,6 miliar lembar saham.

Oleh karena itu, kita dapat menghitung nilai buku ekuitas atau *book value* per lembar Bank Mandiri adalah sebesar Rp4.000 per lembar sahamnya. Dihitung dengan cara membagi total ekuitas Bank Mandiri sebesar Rp185 triliun, dengan jumlah lembar saham yang beredar sebanyak 46,6 miliar lembar saham.

$$\begin{aligned}\text{Nilai buku per lembar} &= \text{Rp185 triliun} \div 46,6 \text{ miliar lembar saham} \\ &= \text{Rp4.000 per lembar saham}\end{aligned}$$

Dan langkah selanjutnya adalah, kita membandingkan nilai buku ekuitas tersebut dengan harga saham di pasar. Di mana pada akhir tahun 2018, harga saham Bank Mandiri (BMRI) berada di level Rp7.500 per lembar sahamnya. Dengan kata lain, saham Bank Mandiri diperdagangkan sebesar 1,9x dari nilai bukunya. Atau singkatnya, PBV Bank Mandiri adalah sebesar 1,9x.

$$\begin{aligned}\text{Price to Book Value} &= \text{Rp7.500} \div \text{Rp4.000} \\ &= 1,9x\end{aligned}$$

Oleh karena itu, dalam membandingkan valuasi perbankan, secara praktiknya, cukup mudah dilakukan hanya dengan membandingkan tingkat PBV dari bank tersebut dengan bank lainnya. Di mana tentunya, semakin rendah rasio PBV, menunjukkan valuasi saham tersebut semakin menarik.

Berikut contoh perbandingan PBV dari beberapa bank:

**Per 31 Desember 2018**

Nama perusahaan	Kode	Nilai Buku per lembar	Harga Saham per lembar	PBV
Bank Mandiri	BMRI	Rp 4,000	Rp 7,500	<b>1.9</b>
Bank BRI	BBRI	Rp 1,520	Rp 3,600	<b>2.4</b>
Bank BNI	BBNI	Rp 6,000	Rp 8,700	<b>1.5</b>
Bank BCA	BBCA	Rp 6,200	Rp 25,000	<b>4.0</b>
<b>Rata-rata industri Perbankan</b>				<b>2.4</b>

Dari data tersebut, kita dapat menyimpulkan bahwa:

- BBNI merupakan yang termurah, karena memiliki rasio PBV yang terendah.
- BBCA merupakan yang termahal, karena memiliki rasio PBV yang tertinggi di antara bank besar lainnya.

## **Sektor komoditas**

Sektor lain yang juga cocok menggunakan metode *asset based* adalah sektor komoditas, seperti pertambangan batubara, emas, nikel, minyak, perkebunan kelapa sawit, dan lain sebagainya. Di mana kita dapat memperoleh harga wajar dari komoditas tersebut, dengan melihat harga komoditas dunia.

Setelah itu, langkah yang harus kita lakukan adalah dengan mencari informasi cadangan komoditas dari perusahaan tersebut. Di mana cadangan sumber daya alam inilah yang menjadi aset utama dari perusahaan komoditas.

Sebagai contoh, kita akan melakukan valuasi terhadap 4 perusahaan pertambangan batubara di Indonesia, yakni:

- ADRO – PT Adaro Energy Tbk
- ITMG – PT Indo Tambangraya Megah Tbk
- INDY – PT Indika Energy Tbk
- PTBA – PT Bukit Asam Tbk

Biasanya, dalam laporan tahunan atau *annual report* perusahaan, terdapat informasi mengenai cadangan batubara yang dimiliki perusahaan. Dalam industri batubara, terdapat dua istilah yakni:

1. *Resource* atau sumber daya

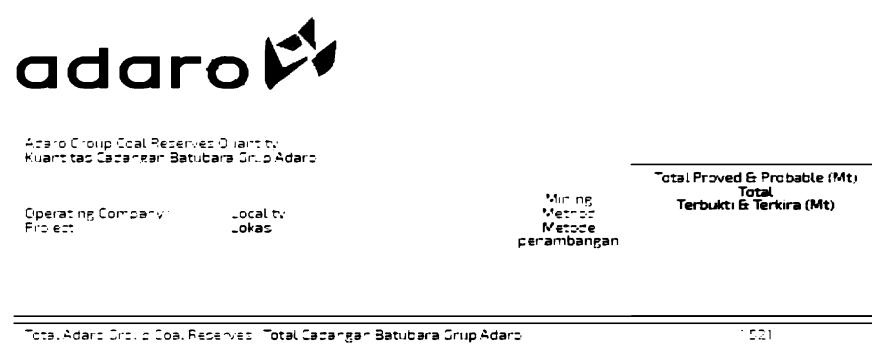
Yakni perkiraan total kandungan batubara yang terkandung di area pertambangan yang dimiliki perusahaan.

2. *Reserve* atau cadangan

Yakni jumlah perkiraan batubara yang dapat ditambang dan memiliki nilai ekonomis atau memiliki potensi untuk dijual.

Oleh karena itu, biasanya dalam melakukan valuasi perusahaan batubara dengan metode *asset-based*, kita menggunakan data *reserve* atau cadangan yang berpotensi ditambang dijual oleh perusahaan.

Berikut adalah contoh informasi cadangan batubara yang disajikan perusahaan dalam laporan tahunan atau *annual report* masing-masing perusahaan. Contoh ini diambil dari laporan tahunan per 31 Desember 2018.



*Sumber: Presentasi & Laporan Tahunan Perusahaan*



**PT Indo Tambangraya Megah Tbk**

Anak Perusahaan Subsidiary	Per 31 Desember 2018 (Juta Ton) As of December 31, 2018 (million tons)	
	Total Sumber Daya Total Resources	Total Cadangan Total Reserves
IMM	321.1	59.5
TCM	413.3	48.6
BEK	439.6	152.3
KTD	101.5	4.4
JBG	67.9	11.8
TIS	N/A	N/A
NPR	142.9	77.4
Jumlah Total	1,486.3	354.0

*Sumber: Presentasi & Laporan Tahunan Perusahaan*



**CADANGAN BATUBARA KIDECO BERDASARKAN  
LOKASI TAMBANG**  
*Coal Reserves by Pit*

da em, jutaan ton  
per 31 Desember 2018  
in million tonnes  
as of 31 December 2018

Area	Calorific Value (kcal)	Probable		Total
		1	2	
Roto Utara (Roto North)	5,445	0	1	1
Roto Tengah (Roto Middle)	4,765	1	3	14
Roto Selatan AF (Roto South AF)	5,020	2	9	13
Roto Selatan G (Roto South G)	4,915	2	4	6
Samarangau ABC	4,450	161	106	270
Samarangau D	4,490	69	53	122
Suwi	4,345	0	3	3
Susubang/Uko	5,075	3	4	7

Berdasarkan JORC Report Desember 2017. Based on JORC Report dated December 2017.

*Sumber: Presentasi & Laporan Tahunan Perusahaan*



### Pelabuhan Port

1. TELUK BAYUR PORT
  - Stockpile: 30,000 tons
  - Throughput: 2.5 million tons per annum
  - Vessel: 40,000 DWT
2. KERTAPATI BARGING PORT
  - Stockpile: 100,000 tons
  - Throughput: 3.7 million tons per annum
  - Barge: 8,000 DWT
3. TARAHAN PORT
  - Stockpile: 1,000,000 tons
  - Throughput: 25 million tons per annum
  - Vessel: 210,000 DWT

### Resources

- Resources: 0.875 billion ton
- Mineable Reserves: 0.05 billion ton
- Resources: 0.102 billion ton
- Mineable Reserves: 0.04 billion ton
- Resources: 4.84 billion ton
- Mineable Reserves: 0.85 billion ton
- Resources: 1.028 billion ton
- Mineable Reserves: 0.104 billion ton
- Resources: 0.79 billion ton
- Mineable Reserves: 0.11 billion ton
- Resources: 0.48 billion ton

8,17  
miliar ton/billion ton

**Total  
Sumber Daya**

3,33  
miliar ton/billion ton

**Total Cadangan  
Tertambang**

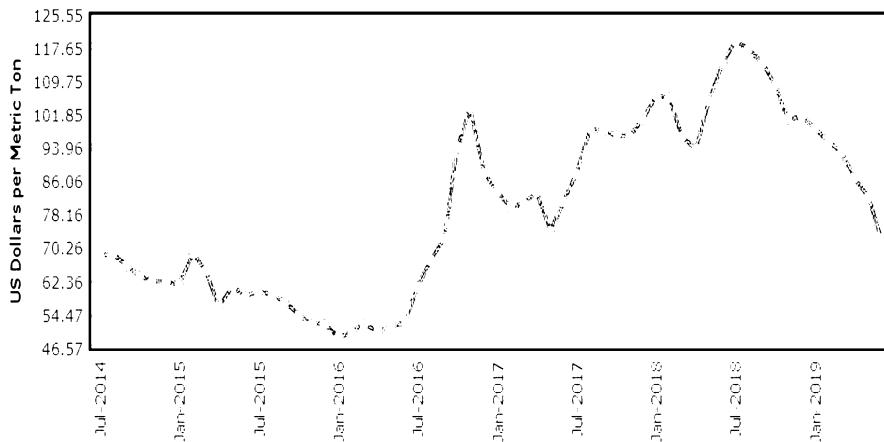
*Sumber: Presentasi & Laporan Tahunan Perusahaan*

Dari informasi yang telah kita kumpulkan tersebut, maka kita dapat membuat ringkasan jumlah cadangan atau *reserve* yang dimiliki masing-masing perusahaan sebagai berikut:

Keterangan	ADRO	ITMG	INDY	PTBA
Cadangan Batubara (juta ton)	1,521	354	535	3,330

Langkah selanjutnya adalah, kita menghitung perkiraan nilai dari aset cadangan batubara yang dimiliki perusahaan tersebut. Caranya adalah, dengan melihat harga batubara dunia pada saat ini. Sebagai contoh, dari data harga komoditas batubara dunia, kita menemukan harga batubara berada di level USD 70 per ton.

### Harga Batubara Dunia (USD/ton)



Sumber: [indexmundi.com](http://indexmundi.com)

Dengan data tersebut, kita dapat memperkirakan nilai pasar aset yang dimiliki perusahaan. Karena harga batubara dalam US Dollar, maka kita juga dapat memperkirakan nilai perusahaan dalam rupiah dengan melihat nilai tukar rupiah saat ini. Sebagai contoh, bila saat ini nilai tukar rupiah berada di level Rp14.000 per USD. Maka berikut perhitungan nilai pasar aset cadangan batubara yang dimiliki masing-masing perusahaan, dengan menggunakan harga batubara USD 70 per ton.

Keterangan	ADRO	ITMG	INDY	PTBA
Cadangan Batubara (juta ton)	1,521	354	535	3,330
Harga Batubara (USD/ton)	\$ 70.00	\$ 70.00	\$ 70.00	\$ 70.00
Kurs (Rp/USD)	Rp 14000/USD	Rp 14000/USD	Rp 14000/USD	Rp 14000/USD
Nilai pasar cadangan batubara (Rp miliar)	Rp 1,490,580	Rp 346,920	Rp 524,300	Rp 3,263,400

Sekarang kita akan menghitung valuasi nilai aset bersih atau *net asset value* (NAV) dari masing-masing perusahaan. Seperti yang sudah kita pelajari sebelumnya, bahwa *net asset value* (NAV) dihitung dengan rumus berikut:

$$\begin{array}{c}
 \boxed{\text{Valuasi} \quad = \quad \frac{\text{Nilai Pasar Aset} - \text{Nilai Utang Bersih}}{\text{Jumlah Lembar Saham Beredar}}} \\
 \boxed{\text{Nilai Utang Bersih} \quad = \quad \text{Total Utang \& Kewajiban} - \text{Kas}}
 \end{array}$$

Oleh karena itu, perhitungan lengkap NAV masing-masing perusahaan adalah sebagai berikut:

Per 31 Desember 2018						
Keterangan	ADRO	ITMG	INDY	PTBA		
Cadangan Batubara (juta ton)	1,521	354	535	3,330		
Harga Batubara (USD/ton)	\$ 70.00	\$ 70.00	\$ 70.00	\$ 70.00		
Kurs (Rp/USD)	Rp 14000/USD	Rp 14000/USD	Rp 14000/USD	Rp 14000/USD		
Nilai pasar cadangan batubara (Rp miliar)	Rp 1,490,580	Rp 346,920	Rp 524,300	Rp 3,263,400		
Total Utang (Rp miliar)	Rp 39,940	Rp 6,849	Rp 36,821	Rp 7,904		
Kas (Rp miliar)	Rp 14,728	Rp 5,332	Rp 10,058	Rp 6,301		
Utang Bersih (Net Debt)	Rp 25,212	Rp 1,517	Rp 26,763	Rp 1,603		
Net Asset Value (Rp miliar)	Rp 1,465,368	Rp 345,403	Rp 497,537	Rp 3,261,797		
Jumlah lembar saham (miliar lembar)	32.0	1.1	5.2	11.5		
Net Asset Value per lembar	Rp 45,793	Rp 314,003	Rp 95,680	Rp 283,635		
Harga saham per lembar	Rp 1,215	Rp 20,250	Rp 1,585	Rp 2,730		
P/NAV	2.7%	6.4%	1.7%	1.0%		

Setelah kita mendapatkan NAV per lembar, maka kita dapat membandingkan dengan harga saham masing-masing perusahaan, untuk menilai mana perusahaan yang murah dan mahal.

Sebagai contoh, kita menemukan bahwa harga saham ADRO berada di level Rp1.215 per lembar, atau diperdagangkan sebesar 2.7% dibandingkan dengan NAV per sahamnya ( $P \div NAV$ ). ITMG memiliki harga saham Rp20.250 per lembar, atau diperdagangkan sebesar 6.4% terhadap NAV per lembarnya. INDY memiliki harga saham Rp1.585 per lembar, atau memiliki  $P \div NAV$  sebesar 1.7%, dan PTBA memiliki harga saham Rp2.730 per lembar, atau memiliki  $P \div NAV$  sebesar 1.0%.

Dengan demikian, sebagai investor, kita dapat menyimpulkan bahwa:

- PTBA memiliki valuasi yang paling menarik atau paling murah, karena memiliki  $P \div NAV$  yang paling rendah yakni sebesar 1.0%.
- ITMG merupakan saham batubara yang paling mahal, karena memiliki  $P \div NAV$  yang paling tinggi yakni sebesar 6.4%.

Oleh karena itu, sebagai investor saham sekarang kita dapat mengambil keputusan untuk membeli saham PTBA. Inilah proses investasi dengan melakukan valuasi menggunakan metode *asset-based*.

## Kesimpulan

Mudah-mudahan dengan penjelasan dan contoh kasus di atas, Anda dapat memahami metode *asset based*. Intinya adalah, metode *asset-based* dilakukan dengan cara menghitung nilai wajar dari aset-aset perusahaan tersebut yang kemudian dikurangi dengan total utang bersihnya (*net debt*), maka didapatkan nilai wajar atau valuasi dari perusahaan tersebut.

# **JURUS VALUASI 4:**

## **METODE SOTP**

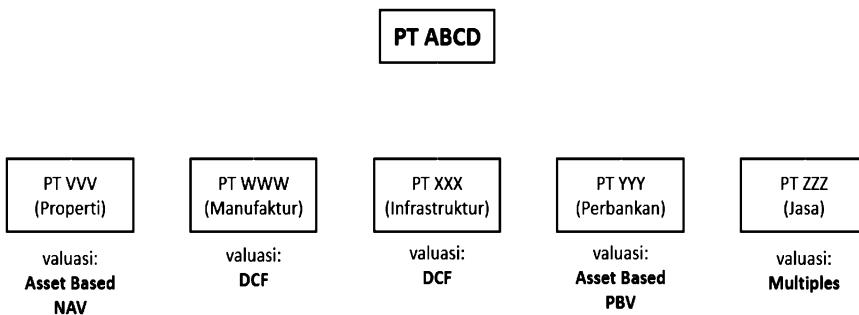
### **(SUM OF THE PART)**

**J**urus valuasi keempat yang akan kita pelajari pada buku ini adalah metode valuasi SOTP, singkatan dari *Sum of The Part*. Metode ini biasa digunakan untuk menghitung valuasi dari perusahaan induk atau *holding company*, yang memiliki anak perusahaan yang sangat banyak dan berasal dari sektor yang beragam. Perusahaan seperti ini biasa juga disebut sebagai perusahaan konglomerasi.

Misalnya, PT ABCD yang merupakan perusahaan konglomerasi, memiliki lima anak usaha, yakni:

1. PT VVV, bergerak dalam sektor properti,
2. PT WWW, bergerak dalam sektor manufaktur,
3. PT XXX, bergerak dalam sektor infrastruktur,
4. PT YYY, bergerak dalam sektor perbankan, dan
5. PT ZZZ, bergerak dalam sektor jasa.

Kita sudah memahami pada bab sebelumnya bahwa sektor yang berbeda memiliki pendekatan valuasi yang berbeda pula, karena karakteristik dari perusahaan itu sendiri. Seperti sektor properti yang cocok menggunakan pendekatan *Net Asset Value (Asset Based)*, kemudian sektor manufaktur dan infrastruktur cocok menggunakan DCF, sektor perbankan cocok menggunakan pendekatan *Book Value (Asset Based)*, dan sektor jasa kita dapat menggunakan metode *multiples*.



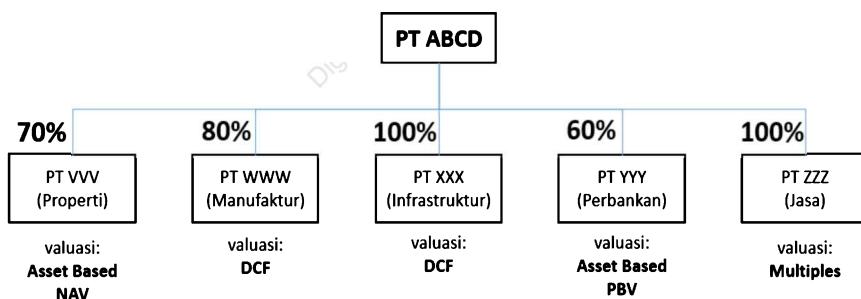
Dengan demikian, valuasi atau nilai wajar dari PT ABCD sebagai perusahaan induk dari kelima anak usaha itu adalah **total dari valuasi masing-masing anak usahanya**, yang dihitung dengan pendekatan yang berbeda-beda sesuai dengan sektornya. Inilah prinsip dari metode valuasi SOTP atau *Sum of the Part*.

## Perhatikan Kepemilikan pada Anak Usaha

Hal penting yang harus kita perhatikan dalam melakukan valuasi dengan metode SOTP adalah persentase kepemilikan perusahaan induk tersebut pada anak usaha yang dimilikinya. Dalam praktiknya, sering kali sebuah perusahaan tidak memiliki 100% pada anak usahanya, misalnya, adanya perusahaan lain yang juga memiliki saham pada anak usaha tersebut.

Sebagai contoh, PT ABCD sebagai perusahaan induk memiliki PT VVV yang bergerak dalam sektor properti, dengan kepemilikan saham sebesar 70%. Sisanya sebesar 30% saham dimiliki oleh pihak lain yang menjadi partner PT ABCD, karena keahliannya dalam bisnis properti.

Selain itu, PT ABCD memiliki PT WWW sebesar 80%, PT XXX sebesar 100%, PT YYY sebesar 60%, dan PT ZZZ sebesar 100%.



Mari kita lihat contoh ilustrasi perhitungan valuasi untuk PT ABCD.

Untuk menghitung valuasi masing-masing anak usaha, kita menghitung valuasi totalnya (sebelum dibagi dengan jumlah lembar saham). Yang kemudian valuasi tersebut kita kalikan dengan persentase kepemilikan PT ABCD pada anak usahanya tersebut.

**PT ABCD**

Anak Usaha	Sektor	Metode Valuasi yang digunakan	Valuasi	% Kepemilikan	Valuasi x % Kepemilikan
PT VVV	Properti	Net Asset Value (Asset Based)	Rp 1,500,000,000,000	70%	Rp 1,050,000,000,000
PT WWW	Manufaktur	DCF	Rp 2,000,000,000,000	80%	Rp 1,600,000,000,000
PT XXX	Infrastruktur	DCF	Rp 900,000,000,000	100%	Rp 900,000,000,000
PT YYY	Perbankan	Book Value (Asset Based)	Rp 1,800,000,000,000	60%	Rp 1,080,000,000,000
PT ZZZ	Jasa	Multiples	Rp 850,000,000,000	100%	Rp 850,000,000,000

Total valuasi (SOTP) Rp 5,480,000,000,000

Jumlah lembar saham beredar	1,000,000,000 Lembar
Valuasi PT ABCD Rp	5,480 per lembar

Dari ilustrasi di atas, maka kita mendapatkan nilai wajar atau valuasi PT ABCD adalah sebesar Rp5.480 per lembar sahamnya.

## Diskon Konglomerasi

Dalam melakukan valuasi perusahaan induk atau konglomerasi, dikenal istilah “diskon konglomerasi”. Diskon konglomerasi merupakan diskon valuasi terhadap perusahaan yang memiliki divisi bisnis yang beragam atau konglomerasi. Atau dengan kata lain, perusahaan ini memiliki anak usaha yang bergerak di sektor yang beragam. Di mana perusahaan konglomerasi dianggap lebih sulit untuk dikendalikan karena tidak fokus terhadap satu bidang bisnis.

Dengan demikian, biasanya valuasi perusahaan konglomerasi akan lebih rendah dibandingkan dengan total penjumlahan valuasi anak-anak usahanya atau SOTP-nya. Penurunan valuasi ini disebut sebagai diskon konglomerasi. Perusahaan konglomerasi dengan bisnis yang beragam memiliki tantangan yang lebih berat, seperti perbedaan nilai-nilai serta visi antar-lini bisnis perusahaan, sehingga akan lebih sulit untuk menyatukan nilai serta visi secara keseluruhan, dibandingkan dengan perusahaan yang berfokus pada satu bidang tertentu. Selain itu, perusahaan yang memiliki bisnis yang beragam dianggap lebih lambat dalam eksekusi, dibandingkan perusahaan yang fokus. Perusahaan konglomerasi juga dianggap memiliki tantangan yang lebih berat dalam mengalokasikan sumber daya yang ada ke dalam alokasi yang tepat. Inilah yang menyebabkan valuasi perusahaan konglomerasi terkena diskon konglomerasi.

Pada umumnya, diskon konglomerasi yang dapat kita terapkan adalah sekitar 10-15% dari perhitungan SOTP atau total valuasi anak-anak usahanya.

Sebagai contoh, pada PT ABCD, kita mendapatkan valuasi PT ABCD dengan metode SOTP adalah sebesar Rp5.480 per lembar. Karena PT ABCD merupakan perusahaan konglomerasi yang memiliki anak usaha yang bergerak di sektor yang beragam, maka

kita dapat menetapkan diskon konglomerasi sebesar 10% dalam perhitungan valuasi PT ABCD. Dengan demikian, kita menemukan valuasi PT ABCD setelah diskon konglomerasi adalah sebesar Rp4.932 per lembar sahamnya.

PT ABCD

Anak Usaha	Sektor	Metode Valuasi yang digunakan	Valuasi	% Kepemilikan	Valuasi x % Kepemilikan
PT VVV	Properti	Net Asset Value (Asset Based)	Rp 1,500,000,000,000	70%	Rp 1,050,000,000,000
PT WWW	Manufaktur	DCF	Rp 2,000,000,000,000	80%	Rp 1,600,000,000,000
PT XXX	Infrastruktur	DCF	Rp 900,000,000,000	100%	Rp 900,000,000,000
PT YYY	Perbankan	Book Value (Asset Based)	Rp 1,800,000,000,000	60%	Rp 1,080,000,000,000
PT ZZZ	Jasa	Multiples	Rp 850,000,000,000	100%	Rp 850,000,000,000
Total valuasi (SOTP) Rp 5,480,000,000,000					
Jumlah lembar saham beredar 1,000,000,000 Lembar					
Valuasi PT ABCD Rp 5,480 per lembar					
Diskon Konglomerasi 10%					
Valuasi PT ABCD - setelah Diskon Konglomerasi Rp 4,932 per lembar					

Mudah-mudahan dengan ilustrasi di atas, kita dapat memahami prinsip dari metode valuasi SOTP atau *Sum of the Part*. Di mana pendekatan ini digunakan untuk perusahaan konglomerasi atau *holding company* yang memiliki banyak anak usaha dari sektor yang beragam.

# MENENTUKAN METODE YANG COCOK

**S**eperti yang sudah kita pahami, bahwa sektor yang berbeda memiliki pendekatan yang cocok juga berbeda antar satu sama lain. Hal ini disebabkan dari karakteristik dari bisnis itu sendiri.

Ada perusahaan yang memiliki aset tetap (*fixed asset*) yang sangat besar, seperti perusahaan manufaktur dan infrastruktur. Namun, ada juga perusahaan yang tidak memerlukan aset yang besar seperti perusahaan jasa konsultan, dan lain sebagainya.

Selain aset, kondisi perusahaan juga berpengaruh pada metode valuasi yang cocok untuk perusahaan tersebut. Misalnya, terdapat perusahaan yang masih belum stabil, perusahaan yang masih rugi atau belum mencatatkan keuntungan, perusahaan yang tidak membayar dividen, dan lain sebagainya. Kondisi-kondisi yang berbeda tersebut tentu memerlukan pendekatan valuasi yang berbeda.

Kita telah memahami bahwa beberapa sektor tertentu sering menggunakan metode valuasi spesifik, karena karakter dari aset maupun karakter dari bisnisnya yang cocok menggunakan metode valuasi tertentu. Seperti misalnya:

### **Sektor properti**

Praktisi sering menggunakan metode valuasi **Asset Based** dengan pendekatan **Net Asset Value**. Karena karakter dari aset perusahaan properti yang sebagian besar berupa tanah dan bangunan. Sehingga kita dapat memperoleh harga pasar dari aset-aset tersebut dengan melakukan survei pasar di area lokasi properti tersebut berada. Dengan mengetahui nilai pasar dari aset-aset properti yang dimiliki oleh perusahaan ini, maka kita dapat memperkirakan nilai wajar atau valuasi dari saham perusahaan properti tersebut.

### **Sektor perbankan**

Kita mengetahui bahwa sebagian besar aset perbankan adalah uang, yang disalurkan dalam bentuk kredit. Dan sebagian besar liabilitas atau kewajiban perbankan juga adalah uang yang berupa tabungan, giro, dan deposito nasabah. Dengan demikian, untuk melakukan valuasi perbankan cukup mudah, yakni dengan melihat posisi keuangan bank tersebut, karena nilai wajar dari uang adalah nilai uang itu sendiri, sehingga kita juga bisa menggunakan pendekatan **Asset Based** untuk melakukan valuasi pada sektor perbankan, yang biasanya menggunakan **nilai buku** atau **Book Value**.

### **Sektor komoditas**

Perusahaan yang bergerak di sektor komoditas seperti pertambangan dan perkebunan juga sering menggunakan pendekatan valuasi **Asset Based**. Di mana kita dapat memperoleh harga komoditas dengan mudah seperti harga batubara, minyak, timah, emas, kelapa sawit, besi, karet, dan lain sebagainya. Dengan mengetahui harga komoditas dunia, kita juga dapat memperkirakan

valuasi dari perusahaan tersebut, dengan mencari informasi berapa cadangan komoditas yang dimilikinya untuk ditambang, seperti cadangan batubara di pertambangan perusahaan tersebut, cadangan minyak, cadangan emas, luas kebun kelapa sawit yang dimiliki, dan lain sebagainya. Dengan demikian kita bisa memperkirakan nilai wajar aset perusahaan tersebut, untuk menentukan nilai wajar atau valuasi perusahaan tersebut secara keseluruhan. Biasanya, perusahaan-perusahaan pertambangan dan perkebunan menyediakan informasi mengenai berapa cadangan komoditas yang berpotensi ditambang, serta luasan lahan perkebunan yang mereka miliki untuk perusahaan perkebunan.

Kita telah melihat beberapa sektor spesifik yang sering menggunakan metode valuasi tertentu dalam proses valuasinya. Namun, bukan berarti metode valuasi lainnya tidak cocok bagi sektor-sektor tersebut seperti metode DCF dan *Multiples*. Dalam praktiknya, memang pendekatan *Asset Based* dianggap paling cocok untuk memvaluasi sektor properti, perbankan, dan komoditas, karena karakteristik asetnya yang dapat diperkirakan nilai wajarnya. Meski demikian, kita juga dapat menggunakan metode DCF dan *Multiples* untuk memvaluasi perusahaan tersebut.

### **Sektor umum lainnya**

Untuk sektor-sektor lainnya, seperti sektor manufaktur, jasa, konsumen, perdagangan, dan sektor umum lainnya, dalam praktiknya sering menggunakan metode valuasi **DCF** dan metode ***multiples***. Di mana metode valuasi DCF dan *multiples* adalah metode yang paling luas dapat diterapkan di berbagai sektor.

### **Perusahaan Induk atau Konglomerasi**

Kita telah memahami dalam bab sebelumnya mengenai perusahaan konglomerasi, yaitu sebuah perusahaan yang menjadi induk dari berbagai perusahaan dan berasal dari sektor yang berbeda-

beda. Dengan demikian, metode valuasi yang paling tepat untuk perusahaan konglomerasi adalah metode **SOTP** atau **Sum of the Part**. Metode ini menghitung valuasi masing-masing anak usahanya dengan metode yang sesuai dengan sektor masing-masing anak usaha tersebut. Kemudian valuasi dari perusahaan induk atau konglomerasi adalah total valuasi dari anak-anak usahanya tersebut, sesuai dengan persentase kepemilikan di perusahaan anak tersebut.

Selain dari perspektif sektor, pemilihan metode valuasi yang cocok juga dapat dipertimbangkan dari kondisi perusahaan tersebut. Misalnya perusahaan yang masih mengalami kerugian, perusahaan yang belum stabil, perusahaan yang tidak membayar dividen, dan lain sebagainya.

### **Perusahaan yang masih rugi**

Untuk melakukan valuasi pada perusahaan yang masih rugi, metode yang tidak bisa digunakan adalah metode *multiples* dengan variabel laba bersih atau *earnings* (rasio *multiples* PER). Hal ini disebabkan karena variabel rasio *multiples* tidak bisa menggunakan variabel yang negatif, seperti kerugian.

Sebagai alternatif, kita masih bisa menggunakan variable *multiples* lainnya yang positif seperti penjualan (*Price÷Sales per share*), laba operasi (*Price÷Operating Profit per share*), nilai buku (*Price÷Book Value*), dan lain sebagainya.

Selain metode *multiples* dengan variabel positif, valuasi perusahaan yang masih mengalami kerugian juga sering menggunakan metode DCF atau *discounted cashflows*. Namun, kita memahami bahwa *cashflows* dari valuasi DCF yang sering digunakan adalah dividen, sementara perusahaan rugi tidak membayar dividen.

## Perusahaan tidak membayar dividen

Dalam menghitung valuasi perusahaan yang tidak membayar dividen, *cashflows* yang dapat kita gunakan adalah FCF atau *Free Cashflows* yang telah dijelaskan pada bab DCF. Di mana rumus untuk menghitung FCF adalah sebagai berikut:

**Free Cash Flow (FCF) =**

$$\text{EBIT} \quad + \text{Depresiasi} + \text{Amortisasi} \quad - \frac{\text{Perubahan Modal}}{\text{Kerja Bersih}} \quad - \frac{\text{Belanja Modal}}{}$$

(1-Tingkat Pajak)

Rumus tersebut memang terkesan rumit, oleh karena itu, sebagai alternatif, investor dapat menggunakan metode lain yang lebih sederhana untuk melakukan valuasi pada perusahaan yang tidak membayar dividen, seperti metode *multiples*.

Perusahaan yang tidak membayar dividen biasanya disebabkan oleh beberapa hal. Pertama, perusahaan tersebut masih mengalami kerugian sehingga belum bisa membagikan keuntungan berupa dividen kepada pemegang saham. Dalam kasus perusahaan rugi, seperti yang telah kita pelajari sebelumnya, rasio multiples yang dapat kita gunakan adalah rasio multiples dengan variabel yang positif, seperti penjualan (*Price÷Sales per share*), laba operasi (*Price÷Operating Profit per share*), nilai buku (*Price÷Book Value*), dan lain sebagainya.

Kondisi lain perusahaan tidak membayar dividen adalah perusahaan tersebut masih bertumbuh pesat sehingga hasil keuntungan perusahaan lebih baik diinvestasikan kembali untuk ekspansi dan operasional perusahaan, daripada dibagikan kepada pemegang saham. Sampai perusahaan dinilai sudah cukup besar dan matang, maka di saat inilah perusahaan dapat mempertimbangkan untuk mulai membagikan keuntungannya kepada pemegang saham. Pada kondisi yang kedua ini, biasanya perusahaan sudah

mencatatkan laba bersih yang positif, tapi memang kebijakan perusahaan untuk tidak membagikan dividen, agar pertumbuhan perusahaan dapat lebih pesat. Oleh karena itu, pada kondisi ini, kita dapat menggunakan rasio *multiples* dengan variabel laba bersih (PER), serta variabel-variabel lainnya.

### **Perusahaan yang sudah stabil atau sudah mature**

Untuk melakukan valuasi pada perusahaan yang sudah stabil atau sudah *mature* sangatlah mudah. Pendekatan *multiples* sangat dapat diandalkan untuk menghitung valuasi perusahaan ini. Selain itu, investor juga dapat menggunakan pendekatan DCF, *asset based*, maupun SOTP, sesuai karakteristik dari aset dan model bisnis perusahaan tersebut.

### **Perusahaan yang belum stabil**

Pada perusahaan yang belum stabil, seperti ada tahun-tahun mengalami keuntungan, kemudian mengalami kerugian, kemudian perkembangan penjualan juga belum stabil dari tahun ke tahun. Untuk perusahaan seperti ini, metode *multiples* tidak cocok digunakan. Hal ini disebabkan oleh fluktuasi variable *multiples* yang berubah signifikan dari tahun ke tahun. Oleh karena itu, untuk perusahaan seperti ini, kita dapat menggunakan metode DCF dengan *cashflows FCF*, karena biasanya dividen juga belum stabil dari perusahaan ini. Selain DCF, kita juga dapat menggunakan metode *Asset Based* apabila ada kecocokan karakteristik aset. Kita tinggal melakukan survei untuk mendapatkan harga pasar dari aset perusahaan tersebut.

## Valuasi Adalah Seni

Kita telah mempelajari beberapa metode valuasi, dan kita juga sudah memahami bahwa karakter perusahaan yang berbeda juga membutuhkan pendekatan valuasi yang berbeda pula. Oleh karena itu, dibutuhkan kreativitas serta intuisi dari seorang investor dalam proses pertimbangan investasinya. Dengan demikian, kita dapat melihat bahwa valuasi lebih merupakan seni daripada ilmu pasti, di mana tidak ada yang benar dan tidak ada yang salah sepanjang kita dapat menjelaskan alasan atau rasional atas pendekatan yang kita gunakan dalam pengambilan keputusan investasi. Jadi sekali lagi, yang terpenting adalah kita memiliki alasan dan rasional yang jelas terhadap pendekatan yang kita gunakan, artinya di sini bukan berarti kita dapat seenaknya melakukan perhitungan tanpa memahami apa yang kita sedang lakukan.

## **Simple Is the Best**

Selain valuasi merupakan sebuah seni, dalam dunia investasi, bukan berarti semakin rumit sebuah pendekatan menjadikan pendekatan tersebut semakin akurat. Dalam praktiknya, sering kali pendekatan yang sederhana memberikan pemahaman yang lebih jelas terhadap investor. Investor membutuhkan dasar yang kuat serta rasional dalam proses pengambilan keputusan investasi. Namun, ada saatnya investor juga perlu untuk berpikir sederhana dalam memandang sesuatu. Berpikir terlalu rumit dapat berpotensi menjebak investor menjadi takut mengambil keputusan. Meski demikian, bukan berarti kita tidak melakukan perhitungan atau analisis sama sekali dalam proses pengambilan keputusan investasi, tentu hal ini tidak bijak bagi seorang investor, perhitungan dan analisis yang rasional tetap harus dilakukan.

Prinsipnya adalah kesederhanaan dalam cara memandang dan berpikir. Orang cerdas dapat membuat dan menjelaskan sesuatu yang rumit menjadi sesuatu sederhana. Namun sebaliknya, orang yang tidak cerdas membuat dan menjelaskan sesuatu yang sedehana menjadi sesuatu yang rumit dan membingungkan.

# JURUS GABUNGAN

Kita telah mempelajari empat metode yang paling sering digunakan oleh praktisi pasar modal hampir di seluruh dunia.

1. Pendekatan DCF (*Discounted Cash Flow*)
2. Pendekatan *Multiples*
3. Pendekatan *Asset Based*
4. SOTP (*Sum of The Part*)

Kita juga telah memahami bahwa tidak ada pendekatan yang terbaik dan terburuk dari keempat metode valuasi tersebut. Sektor tertentu cocok menggunakan metode valuasi tertentu, tapi bukan berarti tidak bisa atau tidak boleh menggunakan metode valuasi lainnya untuk sektor tersebut. Dengan beragamnya variasi yang dapat kita gunakan dalam menghitung nilai wajar dari sebuah perusahaan, maka sering kali investor memiliki keraguan atas hasil perhitungan yang telah dilakukan.

Salah satu solusi yang dapat kita lakukan untuk meningkatkan keyakinan kita dalam menghitung berapa valuasi atau nilai wajar dari sebuah perusahaan adalah dengan menggunakan jurus gabungan. Artinya, kita menggunakan lebih dari satu metode untuk menghitung harga wajar dari sebuah perusahaan. Dengan melakukan hal ini, investor dapat memiliki perspektif yang lebih luas, dan dapat memiliki intuisi yang lebih tajam atas nilai wajar dari sebuah perusahaan. Dengan demikian, kita dapat meningkatkan keyakinan kita terhadap perhitungan valuasi sebuah perusahaan.

Misalnya, kita memahami sektor komoditas cocok menggunakan pendekatan *asset based* untuk valuasi. Namun, untuk meningkatkan keyakinan kita atas hasil perhitungan nilai wajar, kita juga dapat menggunakan metode *multiples* atau relatif, serta metode DCF. Dengan menggunakan ketiga metode yang berbeda tersebut, kita dapat membandingkan hasil perhitungan valuasinya. Melihat beberapa perspektif akan memicu intuisi dan keyakinan kita dalam menentukan berapa nilai wajar yang layak untuk perusahaan tersebut sehingga proses pengambilan keputusan investasi kita menjadi semakin rasional.

## Contoh Simulasi Komprehensif

Kita akan melakukan valuasi perusahaan batubara PT Bukit Asam Tbk (PTBA). Sebagai perusahaan pertambangan komoditas, pendekatan valuasi yang paling cocok adalah metode *asset based*. Seperti yang sudah kita pelajari pada bab *Jurus Valuasi 3: Metode Asset Based*, maka kita menemukan hasil perhitungan sebagai berikut.

### Valuasi Asset Based – Industri Batubara

Keterangan	Per 31 Desember 2018			
	ADRO	ITMG	INDY	PTBA
Cadangan Batubara (juta ton)	1,521	354	535	3,330
Harga Batubara (USD/ton)	\$ 70.00	\$ 70.00	\$ 70.00	\$ 70.00
Kurs (Rp/USD)	Rp 14000/USD	Rp 14000/USD	Rp 14000/USD	Rp 14000/USD
Nilai pasar cadangan batubara (Rp miliar)	Rp 1,490,580	Rp 346,920	Rp 524,300	Rp 3,263,400
Total Utang (Rp miliar)	Rp 39,940	Rp 6,849	Rp 36,821	Rp 7,904
Kas (Rp miliar)	Rp 14,728	Rp 5,332	Rp 10,058	Rp 6,301
Utang Bersih (Net Debt)	Rp 25,212	Rp 1,517	Rp 26,763	Rp 1,603
Net Asset Value (Rp miliar)	Rp 1,465,368	Rp 345,403	Rp 497,537	Rp 3,261,797
Jumlah lembar saham (miliar lembar)	32.0	1.1	5.2	11.5
Net Asset Value per lembar	Rp 45,793	Rp 314,003	Rp 95,680	Rp 283,635
Harga saham per lembar	Rp 1,215	Rp 20,250	Rp 1,585	Rp 2,730
P/NAV	2.7%	6.4%	1.7%	1.0%
P/NAV Industri Batubara (rata-rata)	2.9%			

Harga PTBA pada saat buku ini ditulis berada di level Rp2.730 per lembar saham.

Dari perbandingan beberapa perusahaan batubara di Indonesia, kita mendapatkan bahwa rata-rata P/NAV industri batubara sebesar 2,9%. Selain itu, kita juga telah menemukan NAV per lembar PTBA adalah sebesar Rp283.635 per lembar.

Dengan demikian kita bisa memperkirakan harga wajar dari PTBA jika menggunakan rata-rata  $P \div NAV$  dari industri batubara yang telah kita hitung adalah sebesar Rp8.225 berdasarkan metode *Asset Based*.

$$\begin{aligned}\text{Harga wajar PTBA} &= 2,9\% \times \text{Rp}283.635 \\ &= \text{Rp}8.225\end{aligned}$$

Kita sudah memahami bahwa investasi adalah seni, sehingga tidak ada batasan bagi kita dalam melakukan perhitungan valuasi. Kita dapat melihat bahwa,  $P \div NAV$  industri batubara sebesar 2,9% karena terangkat dari  $P \div NAV$  ITMG yang mencapai 6,4%. Hal ini disebabkan ITMG dianggap sebagai perusahaan batubara yang premium, yang menjual batubara dengan kalori tinggi. Selain itu, ITMG juga dikenal sebagai perusahaan yang membayar dividen tinggi pada saat ini sehingga pasar memberikan valuasi yang premium bagi ITMG.

Jika kita tidak menghitung ITMG dalam rata-rata  $P \div NAV$  industri, maka kita mendapatkan rata-rata  $P \div NAV$  industri batubara dari tiga perusahaan (ADRO, INDY, dan PTBA) adalah sebesar 1,8%. Sehingga dengan angka ini, kita mendapatkan harga wajar PTBA sebesar Rp5.105 per lembar.

$$\begin{aligned}\text{Harga wajar PTBA} &= 1,8\% \times \text{Rp}283.635 \\ &= \text{Rp}5.105\end{aligned}$$

Sekarang mungkin kita telah merasa lebih nyaman dengan menggunakan  $P \div NAV$  sebesar 1,8%.

Dibandingkan dengan harga saham PTBA pada saat buku ini ditulis sebesar Rp2.730 per lembar, artinya, PTBA masih memiliki potensi kenaikan sebesar 87%.

Untuk semakin meningkatkan keyakinan kita atas nilai wajar PTBA, kita dapat menghitung nilai wajar PTBA dengan metode valuasi lainnya.

Sekarang, kita akan melakukan valuasi PTBA dengan metode *multiples*.

#### Valuasi Multiples - PT Bukit Asam Tbk (PTBA)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F	2022F
<b>INCOME STATEMENTS</b>										
Revenue	11,209	13,078	13,734	14,059	19,471	21,167	22,826	24,437	25,989	27,474
Growth		16.7%	5.0%	2.4%	38.5%	8.7%	7.8%	7.1%	6.3%	5.7%
<u>Cost of revenue</u>	<u>-7,745</u>	<u>-9,056</u>	<u>-9,594</u>	<u>-9,658</u>	<u>-10,964</u>	<u>-12,621</u>	<u>-13,610</u>	<u>-14,571</u>	<u>-15,496</u>	<u>-16,381</u>
Gross Profit	3,464	4,022	4,140	4,401	8,507	8,546	9,216	9,866	10,493	11,092
Growth		16.1%	2.9%	6.3%	93.3%	0.5%	7.8%	7.1%	6.3%	5.7%
Depreciation & Amortization	-162	-228	-375	-432	-685	-719	-761	-869	-980	-1,093
<u>Operating Expense</u>	<u>-1,149</u>	<u>-1,484</u>	<u>-1,351</u>	<u>-1,438</u>	<u>-1,923</u>	<u>-1,544</u>	<u>-1,621</u>	<u>-1,694</u>	<u>-1,763</u>	<u>-1,827</u>
Operating Profit	2,153	2,310	2,414	2,531	5,899	6,283	6,834	7,303	7,750	8,172
Growth		7.3%	4.5%	4.8%	133.1%	6.5%	8.8%	6.9%	6.1%	5.5%
<u>Interest Expense</u>	<u>-6</u>	<u>-49</u>	<u>-157</u>	<u>-149</u>	<u>-104</u>	<u>-104</u>	<u>-113</u>	<u>-112</u>	<u>-111</u>	<u>-111</u>
EBT	2,147	2,261	2,257	2,382	5,795	6,179	6,721	7,191	7,638	8,062
Net Profit	1,826	2,016	2,036	2,006	4,476	5,024	5,464	5,847	6,211	6,555
Growth		10.4%	1.0%	-1.5%	123.1%	12.2%	8.8%	7.0%	6.2%	5.5%
EPS	794	877	885	872	389	437	475	508	540	570
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F	2022F
<b>BALANCE SHEETS</b>										
Cash	3,431	4,039	3,115	3,675	3,555	6,301	6,231	6,295	6,494	6,850
Other Asset	8,246	10,773	13,779	14,902	18,432	17,872	20,553	23,327	26,162	29,022
Total Asset	11,677	14,812	16,894	18,577	21,987	24,173	26,783	29,622	32,656	35,872
S.T. Debt	114	1,294	4,923	5,043	4,513	4,936	5,183	5,416	5,635	5,841
L.T. Debt	234	962	2,684	2,982	3,674	2,968	2,820	2,693	2,584	2,489
<b>Total Equity</b>	<b>7,552</b>	<b>8,671</b>	<b>9,288</b>	<b>10,552</b>	<b>13,800</b>	<b>16,270</b>	<b>18,782</b>	<b>21,514</b>	<b>24,438</b>	<b>27,543</b>
Jumlah lembar saham beredar ( <i>milliar lembar</i> )	2.3	2.3	2.3	2.3	11.5	11.5	11.5	11.5	11.5	11.5
					Stock split 1:5					
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F	2022F
<b>VALUASI</b>										
<b>Rp billion</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>
Harga saham (31 Desember)	10,200	12,500	4,525	12,500	2,460	4,300				
Data per lembar										
Sales per share	4,874	5,687	5,971	6,113	1,693	1,841	1,985	2,125	2,260	2,389
Operating profit per share (OPPS)	936	1,004	1,050	1,101	513	546	594	635	674	711
Earnings per share (EPS)	794	877	885	872	389	437	475	508	540	570
Book Value per share (BVPS)	3,284	3,770	4,038	4,588	1,200	1,415	1,633	1,871	2,125	2,395
<b>Multiples</b>							<b>Rate-rata multiples</b>			
Price/Sales	2.1	2.2	0.8	2.0	1.5	2.3	<b>1.8</b>	<b>1.8</b>	<b>1.8</b>	<b>1.8</b>
P/OPPS	10.9	12.4	4.3	11.4	4.8	7.9	<b>8.6</b>	<b>8.6</b>	<b>8.6</b>	<b>8.6</b>
P/E	12.8	14.3	5.1	14.3	6.3	9.8	<b>10.5</b>	<b>10.5</b>	<b>10.5</b>	<b>10.5</b>
P/BV	3.1	3.3	1.1	2.7	2.0	3.0	<b>2.6</b>	<b>2.6</b>	<b>2.6</b>	<b>2.6</b>
<b>Valuasi</b>							<b>3,600</b>	<b>3,854</b>	<b>4,099</b>	<b>4,333</b>
Price/Sales x Sales per Share							<b>5,118</b>	<b>5,469</b>	<b>5,804</b>	<b>6,120</b>
P/OPPS x OPPS							<b>4,966</b>	<b>5,314</b>	<b>5,644</b>	<b>5,957</b>
P/E x EPS							<b>4,180</b>	<b>4,788</b>	<b>5,438</b>	<b>6,129</b>
P/BV x BVPS							<b>4,466</b>	<b>4,856</b>	<b>5,246</b>	<b>5,635</b>

Setelah melakukan valuasi dengan metode *multiples*, kita mendapatkan nilai wajar PTBA berada di level Rp4.400 per lembar sahamnya.

Dibandingkan dengan harga saat ini yang berada di level Rp2.730 per lembar, hasil perhitungan ini menunjukkan bahwa PTBA juga berada dalam kondisi *undervalued*, dengan potensi kenaikan sebesar 61%.

Dari dua pendekatan di atas, sudah semakin memberikan kita keyakinan bahwa harga saham PTBA seharga Rp2.730 berada dalam kondisi yang *undervalued*.

Untuk semakin meyakinkan, kita juga dapat menghitung dengan metode lainnya yakni metode DCF.

## Valuasi DCF - PTBA

Suku bunga bebas resiko	6.0%
Beta	1.9
Ekspektasi kenaikan IHSG	9.0%
Market Risk Premium	3.0%
<b>Discount Rate</b>	<b>11.6%</b>

<u>Sustainable Growth</u>	
ROE	20.0%
Dividend Payout Ratio	75.0%
Retention Rate	25.0%
<b>Sustainable Growth</b>	<b>5.0%</b>

Tahun	Data terakhir	Proyeksi Cashflow					
		2018	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
<b>Dividend</b>	<b>339.6</b>	<b>356.4</b>	<b>381.3</b>	<b>405.0</b>	<b>427.5</b>	<b>448.8</b>	<b>468.9</b>
Pertumbuhan Cashflow		4.9%	7.0%	6.2%	5.5%	5.0%	4.5%
				Terminal Value		<b>7,067.2</b>	
<b>Total Cashflow</b>		<b>356.4</b>	<b>381.3</b>	<b>405.0</b>	<b>427.5</b>	<b>7,516.0</b>	
N		1	2	3	4	5	
Present Value of Cashflow		319.2	306.0	291.1	275.2	4,334.9	
<b>Valuasi</b>		<b>5,526</b>					

Dari hasil perhitungan DCF, kita juga menemukan harga wajar PTBA di level Rp5.526 per lembar. Artinya, dengan harga saham saat ini sebesar Rp2.730 per lembar, maka perhitungan valuasi DCF ini juga menunjukkan bahwa saham PTBA berada dalam kondisi *undervalued*, yang memberikan potensi keuntungan sebesar 102%.

Sekarang, kita sudah semakin yakin bahwa harga PTBA berada dalam kondisi *undervalued*, setelah melakukan perhitungan dengan tiga metode valuasi yang berbeda.

#### Jurus Gabungan - Valuasi PTBA

Harga saham saat ini	Rp	2,730	
<b>Hasil perhitungan valuasi:</b>			
Metode Asset-Based	Rp	5,100	87%
Metode Multiples	Rp	4,466	64%
Metode DCF	Rp	5,526	102%
Rata-rata valuasi	Rp	5,031	84%

Dari hasil di atas, kita dapat meyakini bahwa harga wajar PTBA berada di kisaran Rp4.500 – Rp5.500 per lembarnya. Artinya, dengan harga saham saat ini sebesar Rp2.730, kita dapat cukup percaya diri untuk mengatakan bahwa harga saham PTBA saat ini berada dalam kondisi *undervalued*, dan cukup menarik untuk diinvestasikan.

Inilah jurus gabungan, kita dapat memperkuat keyakinan kita atas perhitungan nilai wajar dari sebuah perusahaan dengan membandingkan hasil perhitungan valuasi menggunakan beberapa metode yang berbeda.

Mudah-mudahan, Anda semakin terinspirasi mengenai proses pengambilan keputusan investasi yang rasional.

# KESIMPULAN

Dalam buku ini, kita telah mempelajari metode-metode untuk menghitung valuasi atau nilai wajar dari sebuah aset khususnya dalam investasi saham. Investor yang bijak akan mengambil keputusan investasi atas alasan yang rasional. Satu proses yang sangat penting untuk dilakukan investor dalam berinvestasi adalah melakukan valuasi aset atau menghitung nilai wajar dari aset yang akan diinvestasikan tersebut. Valuasi akan memberikan ukuran atau patokan bagi investor, apakah harga yang ditawarkan mahal atau murah. Tanpa valuasi, seorang investor tidak memiliki patokan untuk mengatakan harga yang ditawarkan dari investasi tersebut mahal atau murah.

Kita juga telah mempelajari secara mendalam empat metode yang paling sering digunakan oleh praktisi investasi secara global yakni:

1. Pendekatan DCF (*Discounted Cash Flow*)
2. Pendekatan *Multiples*
3. Pendekatan *Asset Based*
4. SOTP (*Sum of the Part*)

Masing-masing metode memiliki kelebihan dan kekurangan masing-masing. Di mana sektor industri yang berbeda cocok menggunakan metode tertentu yang berbeda pula antara satu dengan yang lainnya. Hal ini disebabkan dari karakteristik dari bisnis itu sendiri. Sehingga, tidak ada pendekatan yang terbaik dan terburuk di sini. Yang terpenting kita dapat memahami dasar pemikiran dari pendekatan yang kita gunakan.

Oleh karena itu, kita dapat melihat bahwa valuasi lebih merupakan seni dari pada ilmu pasti. Karena dibutuhkan kreativitas dalam menilai harga wajar dari sebuah aset investasi. Seiring berjalannya waktu, kita akan semakin jeli untuk menentukan nilai wajar dari sebuah aset.

Mudah-mudahan materi buku ini dapat bermanfaat dalam membantu proses investasi Anda. Semoga sukses.

# **PRODUK-PRODUK**

# **AKADEMI INVESTASI**

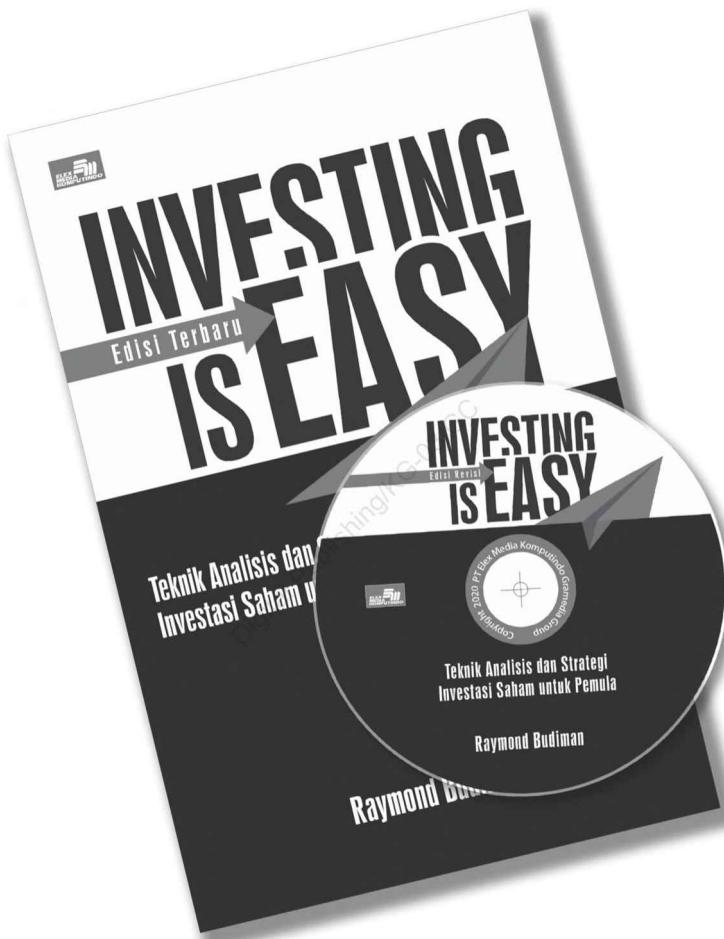
Untuk mendapatkan materi-materi Akademi Investasi, Anda dapat menghubungi:

Tokopedia : Akademi Investasi

Instagram : @Akademi.Investasi

Email : akademi.investasi@gmail.com

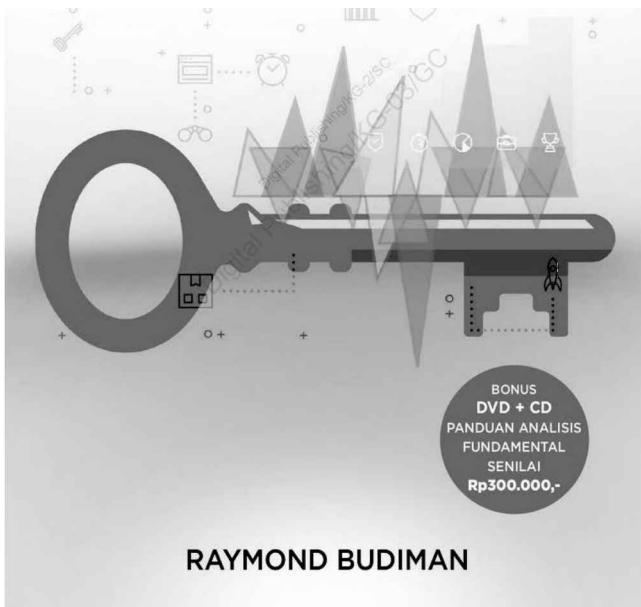
Whatsapp : 0822 6022 6547





Dari Penulis Buku Laris  
"INVESTING IS EASY"

# R A H A S I A ANALISIS FUNDAMENTAL S A H A M

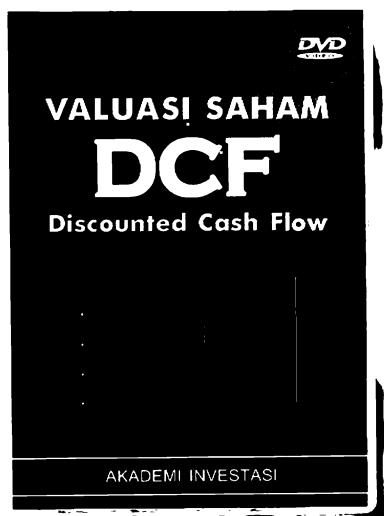




# **IQ DALAM **INVESTASI****

**RAYMOND BUDIMAN**









# Jurus-Jurus VALUASI SAHAM

Buku ini mengajarkan jurus-jurus atau metode-metode untuk menghitung nilai wajar atau valuasi khususnya untuk investasi saham. Metode yang diajarkan merupakan metode yang dilakukan oleh banyak profesional dan praktisi investasi pasar modal secara global.

Ada 4 metode yang diajarkan dalam buku ini:

1. Metode DCF (*Discounted Cash Flow*)
2. Metode *Multiples*
3. Metode *Asset-Based*
4. Metode SOTP (*Sum of The Part*)

Dengan memahaminya, akan sangat membantu Anda dalam proses pengambilan keputusan investasi.

## Profil Penulis:

Raymond Budiman saat ini aktif sebagai profesional investasi pasar modal. Memiliki pengalaman mendalam di industri pasar modal seperti di perusahaan sekuritas, asset management, dan pengelolaan investasi perusahaan asuransi. Serta berpengalaman berinvestasi di pasar global seperti pasar Singapore, Hong Kong, serta beberapa negara lainnya. Raymond Budiman juga merupakan pendiri dari Akademi Investasi, yang memberikan edukasi mengenai pasar modal dan investasi. Ia telah lulus uji CFA (*Chartered Financial Analyst*) level 2 dari CFA Institute yang merupakan asosiasi global untuk professional investasi.

PT ELEX MEDIA KOMPUTINDO  
Kompas Gramedia Building  
Jl. Palmerah Barat 29-37, Jakarta 10270  
Telp. (021) 53650110-53650111, Ext 3214  
Webpage: [www.elexmedia.id](http://www.elexmedia.id)

BUSINESS & ECONOMICS  
INVESTING



720060768



9 786230 018633

Harga P. Jawa Rp75.000,-