

# BAB I

## PENDAHULUAN

### I.1 Latar Belakang

Setiap aset memiliki sebuah nilai. Kunci sukses dari investasi dan mengatur aset adalah mengetahui dan mengerti bagaimana menilai suatu aset dan juga mengetahui asal/sumber dari nilai aset tersebut. Metode valuasi dapat digunakan untuk mengetahui nilai dari suatu aset.

Valuasi mempunyai peran dalam berbagai macam arena. Dalam portfolio manajemen, valuasi digunakan untuk memilih suatu saham/portfolio. Dalam *merger and aquisition analysis*, valuasi digunakan oleh perusahaan pembeli untuk melakukan permintaan (*bid*) yang sesuai dengan *fair value* terhadap perusahaan yang akan dijual, dan untuk *target firm* valuasi digunakan untuk memutuskan apakah permintaan dari pembeli diterima atau ditolak. Peran terakhir yaitu dalam *corporate finance*, dimana setiap perusahaan pastinya ingin memaksimalkan *firm value*. Oleh karena itu valuasi digunakan untuk memutuskan kebijakan-kebijakan (*policies*) yang dilakukan perusahaan (Damodaran 1996).

Sebelum melakukan valuasi, investor memperkirakan nilai dari faktor-faktor fundamental yang mempengaruhi harga saham dimasa datang dan menerapkan hubungan variabel-variabel tersebut sehingga dapat diperoleh taksiran harga saham (Hakiman 2005). Dari pernyataan diatas Suatu saham dalam jangka pendek pada beberapa sektor dipengaruhi oleh *irrational behavior* dari investor namun *stock market* secara keseluruhan

mengikuti *fundamental law, grounded in economic growth*, dan *return on investment* (Koller 2005)

Dalam buku McKinsey disebutkan beberapa bukti empiris yang mendukung pandangan bahwa fundamental (*return on capital, growth, dan free cash flow*) mengendalikan *capital market*.

McKinsey menyebutkan bahwa perusahaan dengan *return* dan *growth* yang tinggi (saat *return* diatas *cost of capital*) akan memiliki nilai yang lebih tinggi di dalam *stock market* (Koller 2005). Dimana perusahaan yang memiliki *growth* yang tinggi tapi jika *return on invested capital* (ROIC) lebih kecil dari WACC akan menyebabkan *market value* menjadi *decline* atau tetap dan berlaku sebaliknya, semakin besar dan positif selisih ROIC dengan WACC maka nilai pasar akan lebih besar.

Dalam menilai suatu saham, pasar cenderung untuk fokus terhadap *long term* daripada *short term* fundamental. Studi yang dilakukan W. Kiney (2002) menjelaskan bahwa tidak ada dampak negatif terhadap harga saham jika terdapat indikasi yang mempengaruhi *short term business profitability* (jika target jangka pendek tidak tercapai). Dijelaskan juga *negative earning surprise* hanya dapat menjelaskan kurang dari 2% dari *price volatility* yang terjadi pada perusahaan Amerika antara tahun 1992-1997. Studi oleh K. Chauvin (1993) dan R. C. Graham (2001) menjelaskan bahwa kebijakan perusahaan (*advertising dan R&D expenditure*) yang tidak fokus terhadap jangka panjang tidak akan menciptakan nilai tambah suatu saham bahkan akan menciptakan reaksi negatif dalam jangka pendek. Sebaliknya jika kebijakan tersebut fokus terhadap jangka panjang maka investor akan menghargai kebijakan tersebut dan berdampak pada peningkatan *value*. Penelitian J. J. McConell (1985) dan T. J. Brailsford menjelaskan pernyataan perusahaan untuk meningkatkan *capital expenditure* dan strategi investasi dapat meningkatkan *growth opportunities* dan dapat menjelaskan reaksi pasar saham. Pasar juga akan bereaksi positif

terhadap kebijakan perusahaan untuk melakukan *write-off* pada investasi yang buruk pada pendapatan jangka pendek.

Dari penelitian di atas kita sudah melihat bahwa *market valuation* dikendalikan oleh economic fundamental seperti *long-term return on capital* dan *growth* dimana kedua aspek tersebut mengendalikan *long-term cash flow*. Namun, kebanyakan manajer terobsesi dengan *earning*, karena mereka berpendapat *earning* merupakan kunci pengendali dari harga saham. Adalah benar jika harga saham akan bergerak saat perusahaan melaporkan *higher* atau *lower* pendapatan perusahaan. Manipulasi informasi akuntansi dapat meningkatkan harga saham di atas *real value*. Hal ini memperlihatkan bahwa informasi akuntansi dapat mempengaruhi harga saham. Namun dalam buku McKinsey dijelaskan bahwa perubahan standar akuntansi tidak akan menyebabkan nilai perusahaan berbeda, perlakuan terhadap *goodwill* tidak akan menimbulkan efek kepada harga saham, dan perubahan pencatatan *inventory* tidak mempengaruhi harga saham namun memiliki dampak kepada pajak. Sebuah studi yang dilakukan G. Biddle (1982) menyebutkan bahwa pengurangan pajak akibat perubahan pencatatan menjadi LIFO akan menyebabkan harga saham meningkat tergantung dari perubahannya.

Penelitian W. DeBondt (1985) menyebutkan bahwa pasar saham tidak efisien sehingga tidak dapat mencerminkan fundamental ekonomi. Namun menurut jurnal tentang *behavioral finance* (Koller 2005) disebutkan bahwa pasar tidak selalu benar karena ada *market imperfection* yang dapat membuat investor menjadi irasional. Dalam interpretasi mengenai *behavioral finance* oleh McKinsey disebutkan kondisi yang dapat membuat pasar gagal merefleksikan fundamental ekonomi yaitu dibawah tiga kondisi (Koller 2005):

1. *Irrational investor behavior*. Investor irasional tidak memproses seluruh informasi yang tersedia secara benar untuk mengekspektasi performa masa depan saham.

Misalnya investor perorangan yang *overreact* terhadap *current condition* sehingga

saham menjadi *overprice* atau investor yang tidak meng-*update* informasi sehingga saham menjadi *underprice*.

2. *Systematic patterns of behavior across different investors*. Kebiasaan (*overreaction, overconfidence, overrepresentation*) yang dikembangkan oleh individu hanya menimbulkan dampak yang terbatas terhadap harga saham. Namun jika hal ini dilakukan oleh suatu kelompok / perusahaan besar maka akan terjadi perubahan harga yang besar.
3. *Limits to arbitrage in financial market*. Jika ada cukup investor rasional di pasar dan tidak ada hambatan untuk melakukan arbitrase

Pada akhirnya akan terjadi penyesuaian pada harga pasar mengikuti *underlying economic fundamental*. Investor yang irasional akan menyebabkan adanya deviasi sementara pada nilai intrinsik, namun pasar akan diarahkan oleh investor rasional yang memiliki dana besar, dimana mereka fokus terhadap potensi jangka panjang dari saham dan mendasarkan keputusan investasi kepada *economic fundamental* (Koller 2005).

Valuasi berdasarkan fundamental bila ditunjang dengan penggunaan simulasi *spreadsheets* akan menghasilkan peramalan yang memperhatikan risiko. Metode simulasi adalah model dari suatu sistem yang dapat ditiru untuk mempelajari bagaimana sistem yang sebenarnya akan bereaksi dengan berbagai macam situasi (Kresnadi 2003). Simulasi mencoba untuk meniru suatu situasi dan keadaan secara sistematis sehingga dapat digunakan untuk proses pengambilan keputusan.

Metode simulasi didasarkan pada kondisi ketidakpastian. Prinsip dasar dari simulasi adalah memperkenalkan adanya risiko dan ketidakpastian pada *cash flow* (operasional perusahaan). Proyeksi variabel input pada metode valuasi didasarkan pada rata-rata dari data historis sehingga pada akhirnya didapatkan nilai intrinsik berdasar pada input tersebut. Sedangkan dengan menggunakan simulasi, variabel input menggunakan

bilangan *random* yang didasarkan pada suatu distribusi tertentu sehingga hasil akhirnya didapatkan nilai intrinsik dengan probabilitas atas risiko dari aset tersebut.

Holcim Indonesia Tbk. merupakan perusahaan yang bergerak dalam industri semen. Visi perusahaan adalah “menjadi perusahaan Indonesia yang memiliki kinerja terbaik dan terpandang di industri semen serta menjadi salah satu perusahaan terbaik di dalam Grup Holcim.” Dan misi perusahaan adalah “PT Holcim Indonesia Tbk melalui produksi dan penjualan semen, beton jadi dan agregat serta pengembangan sumber daya manusia akan menghasilkan keuntungan maksimum yang berkelanjutan kepada para pemegang saham dengan tetap memberikan perhatian penuh kepada semua pihak yang berkepentingan.”

Pada tahun 2002, 77.33% saham Semen Cibinong diakuisi oleh perusahaan Holderfin B.V. dan berganti nama menjadi Holcim Indonesia pada tahun 2004. Kepemilikan perusahaan oleh investor asing tentunya memiliki dampak terhadap kinerja perusahaan, khususnya dalam bidang keuangan yang pada periode sebelum akuisisi mengalami banyak kerugian.

Ekspektasi pasar terhadap perusahaan ini sangat tinggi. Hal ini terlihat dari nilai *price earning ratio* (PER) 2007 sebesar 65.69 dibandingkan dengan PER industri sebesar 20.60, PER Semen Gresik 13.39, dan PER Indocement sebesar 19.76. Namun secara rasio profitabilitas, perusahaan masih di bawah pesaingnya baik untuk *gross margin*, *operating margin*, ataupun *net profit margin*. Apakah tingginya nilai PER menandakan nilai wajar perusahaan telah *overvalue* dan nilai akan saham mengalami penurunan atau apakah sebaliknya?

## I.2 Perumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang di atas dapat terlihat bahwa sebuah perusahaan memiliki kaitan yang erat dengan faktor-faktor internal ataupun eksternal. Pemahaman terhadap kondisi keuangan perusahaan yang akan dinilai juga diperlukan untuk dapat mengetahui nilai wajar perusahaan tersebut. Oleh karena itu, penulis akan mencoba untuk mengidentifikasi asumsi-asumsi yang mempengaruhi dan menentukan nilai perusahaan.

Permasalahan yang akan dibahas dalam skripsi ini adalah:

1. Berapa nilai wajar saham dari PT Holcim Indonesia Tbk sebagai perusahaan terbuka dengan menggunakan metode DCF dan dengan menggunakan simulasi Monte Carlo
2. Pengaruh asumsi input terhadap laba/rugi bersih tahunan dan nilai wajar saham
3. Berapa probabilitas risiko nilai wajar saham perusahaan dibawah nilai pasar

## I.3 Tujuan Penelitian

Tujuan dari penelitian ini adalah:

1. Mengetahui apakah investasi pada perusahaan ini akan memberikan nilai yang positif bagi investor.
2. Mengetahui *intrinsic value* dari perhitungan fundamental perusahaan PT Holcim Indonesia Tbk dengan menggunakan metode penilaian *Discounted Cash Flow* (DCF) dan metode simulasi Monte Carlo
3. Memberikan informasi dan masukan untuk keputusan investasi bagi manajemen, pemegang saham atau calon investor

#### **I.4 Manfaat Penelitian**

Manfaat yang dapat diperoleh dari penulisan skripsi ini adalah:

- Sebagai alat bantu untuk menilai dan menjual aset suatu perusahaan
- Memberikan masukan dalam mengambil keputusan investasi bagi investor
- Bagi *corporate* berguna untuk menganalisis kinerja perusahaan, memilih proyek yang dijalankan, pembiayaan dan kebijakan deviden
- Dapat memberikan manfaat dalam penerapan pengetahuan *stock valuation* dalam praktek riil dan menambah wawasan terhadap faktor-faktor yang mempengaruhi nilai intrinsik harga saham

#### **I.5 Metodologi Penelitian**

Skripsi ini dilakukan dengan menggunakan data-data historis berupa laporan keuangan, literatur dan harga saham yang tersedia di BEI, dan melalui kepustakaan. Metode valuasi yang digunakan adalah *Discounted Cash Flow Model* dengan asumsi yang didasarkan pada *average growth* dan *discount factor* yang didasari oleh performa perusahaan. Sedangkan metode simulasi Monte Carlo digunakan untuk mengetahui tingkat risiko suatu aset.

Analisis akan dibagi menjadi 4 tahap yaitu:

1. Analisis ekonomi dan industri  
Meliputi perkembangan ekonomi makro Indonesia, dan analisis industri.
2. Analisis laporan keuangan  
Meliputi analisis rasio, management asset, management debt, dan profitability

3. Analisis prospek perusahaan

Meliputi proyeksi *cashflow*, penentuan *cost of equity*, *cost of debt*, *weighted cost of capital*, penggunaan *discounted cash flow method*

4. Analisis risiko

Meliputi analisis risiko menggunakan simulasi Monte Carlo.

### **I.6 Ruang Lingkup Pembahasan**

Ruang lingkup dari skripsi ini adalah sejak tahun 2003 sampai Juni 2008. Informasi yang digunakan, data saham dan suku bunga Bank Indonesia (untuk pendiskontoan) menggunakan data mingguan dari tahun 2003 hingga Juni 2008. Untuk laporan keuangan digunakan periode 2003-2007. Sedangkan proyeksi keuangan akan dibuat selama 5 tahun yaitu 2007-2011.

### **I.7 Sistematika Penulisan**

Sistematika yang digunakan dalam penulisan skripsi ini adalah :

#### **Bab I Pendahuluan**

Bab ini berisikan latar belakang Riset, perumusan masalah, tujuan penelitian, ruang lingkup penelitian, metodologi penelitian, dan sistematika penulisan. Hal ini akan membuat penelitian yang akan dilakukan menjadi terarah dan dapat membantu penulis dalam membuat analisis dan memecahkan masalah.

#### **Bab II Landasan Teori**

Bab ini berisi tinjauan dari teori-teori yang berhubungan dengan bidang keuangan, terutama teori keuangan yang terkait dengan penulisan skripsi ini. Teori ini akan menjadi dasar dalam pengembangan penelitian. Teori yang akan digunakan akan meliputi analisis

fundamental, teknik proyeksi, metode penghitungan nilai perusahaan, dan simulasi monte carlo.

### **Bab III : Metodologi Penelitian**

Bab ini berisi mengenai data dan juga metode yang digunakan dalam pengolahan data untuk mendapatkan hasil yang sesuai dengan tujuan Riset ini dilakukan. Selain itu bab ini juga berisi profil singkat perusahaan PT Holcim Indonesia Tbk yang terdiri dari informasi umum perusahaan, kegiatan operasional, dan informasi keuangan.

### **Bab IV : Analisis dan Pembahasan**

Bab ini berisikan analisis dari Riset yang dilakukan dan juga akan dijelaskan bagaimana temuan yang didapatkan dari hasil Riset tersebut.

### **Bab V : Penutup**

Bab ini berisikan kesimpulan atas hasil Riset serta saran-saran yang terkait dengan permasalahan sehingga diharapkan dapat berguna untuk Riset selanjutnya ataupun menjadi rekomendasi untuk berinvestasi pada perusahaan PT Holcim Indonesia Tbk.