



**UNIVERSITAS INDONESIA**

**ANALISIS VALUASI HARGA SAHAM PT BANK NEGARA  
INDONESIA, Tbk DENGAN METODE *FREE CASH FLOW TO  
EQUITY* DAN *RELATIVE VALUATION***

**TESIS**

**ADITYA SURYA PRATAMA**

**08 06 43 2045**

**FAKULTAS EKONOMI  
PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN  
JAKARTA  
JULI 2010**



**UNIVERSITAS INDONESIA**

**ANALISIS VALUASI HARGA SAHAM PT BANK NEGARA  
INDONESIA, Tbk DENGAN METODE *FREE CASH FLOW TO  
EQUITY* DAN *RELATIVE VALUATION***

**TESIS**

**Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar  
Magister Manajemen**

**ADITYA SURYA PRATAMA**

**08 06 43 2045**

**FAKULTAS EKONOMI  
PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN  
KEKHUSUSAN MANAJEMEN KEUANGAN  
JAKARTA  
JULI 2010**

## HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

**Tesis ini adalah hasil karya saya sendiri,  
dan semua sumber baik yang dikutip maupun dirujuk  
telah saya nyatakan benar.**

**Nama : ADITYA SURYA PRATAMA**

**NPM : 0806432045**

**Tanda Tangan :**

**Tanggal : 5 JULI 2010**

## HALAMAN PENGESAHAN

Tesis ini diajukan oleh :  
Nama : Aditya Surya Pratama  
NPM : 0806432045  
Program Studi : MAGISTER MANAJEMEN  
Judul Tesis : Analisis Valuasi Harga Saham PT Bank Negara  
Indonesia, Tbk dengan Metode *Free Cash Flow to  
Equity* dan *Relative Valuation*.

**Telah berhasil dipertahankan dihadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Magister Manajemen pada Program Studi Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia.**

### DEWAN PENGUJI

Pembimbing : Imo Gandakusuma, MBA ( )  
Penguji : Eko Rizkianto, ME ( )  
Penguji : Dr. Edward Tanujaya ( )

Ditetapkan di : Jakarta  
Tanggal : 5 Juli 2010

## KATA PENGANTAR

Puji syukur saya panjatkan kepada Allah SWT karena atas berkat dan rahmat-Nya, saya dapat menyelesaikan tesis ini. Penulisan tesis ini dilakukan dalam rangka memenuhi salah satu syarat untuk mencapai gelar Magister Manajemen pada Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia. Penulis menyadari berkat bantuan, dorongan, dan bimbingan dari berbagai pihak, tesis ini dapat diselesaikan. Oleh karena itu, penulis menyampaikan rasa terima kasih yang sebesar-besarnya kepada:

1. Bapak Prof. Rhenald Kasali PhD, selaku Ketua Program Magister Manajemen Universitas Indonesia.
2. Bapak Imo Gandakusuma MBA, selaku Dosen Pembimbing yang telah menyediakan waktu, pikiran, dan bimbingan untuk mengarahkan saya dalam penyusunan tesis ini.
3. Para Dosen dan Staff Pengajar Magister Manajemen Universitas Indonesia, yang telah memberikan ilmu pengetahuan yang berharga selama masa studi.
4. Karyawan Universitas Indonesia yang telah banyak membantu selama masa studi.
5. Pihak perpustakaan Universitas Indonesia, yang telah menyediakan literatur dan data.
6. Papa dan Mama, yang selalu mendoakan dan memberikan semangat dengan segala keikhlasan dan ketulusannya.
7. Mira, yang selalu mendukung, memberikan semangat dan masukan yang berharga bagi penulis.
8. Teman-teman kelas F081, yang sangat bersahabat, selalu kompak dan saling mendukung dari awal masa studi sampai penulisan tesis ini.
9. Seluruh sahabat saya, dan semua pihak yang tidak dapat penulis sebutkan satu persatu.

Akhir kata, tesis ini masih jauh dari sempurna, oleh karena itu kritik dan saran sangat diperlukan. Semoga Allah SWT berkenan membalas segala kebaikan semua pihak yang telah membantu. Penulis berharap tesis ini membawa manfaat bagi semua pihak yang berkepentingan.

Jakarta, 5 Juli 2010  
Aditya Surya Pratama



**HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI  
TUGAS AKHIR UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS**

---

Sebagai sivitas akademik Universitas Indonesia, saya yang bertanda tangan dibawah ini:

Nama : Aditya Surya Pratama  
NPM : 0806432045  
Program Studi : Magister Manajemen  
Fakultas : Ekonomi  
Jenis Karya : Tesis

demikian demi pengembangan ilmu pengetahuan, menyetujui untuk memberikan kepada Universitas Indonesia Hak Bebas Royalti Noneksklusif (*Non-exclusive Royalty Free Right*) atas karya ilmiah saya yang berjudul:

**Analisis Valuasi Harga Saham PT Bank Negara Indonesia, Tbk dengan Metode *Free Cash Flow to Equity* dan *Relative Valuation*.**

beserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti Noneksklusif ini Universitas Indonesia berhak menyimpan, mengalihmedia/formatkan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (*database*), merawat, dan mempublikasikan tugas karya akhir saya tanpa meminta izin dari saya sebagai penulis/pencipta dan sebagai pemilik Hak Cipta.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Jakarta

Pada tanggal : 5 Juli 2010

Yang menyatakan

( Aditya Surya Pratama)

## ABSTRAK

Nama : Aditya Surya Pratama  
Program Studi : Magister Manajemen  
Judul : Analisis Valuasi Harga Saham PT. Bank Negara Indonesia, Tbk  
Dengan Metode *Free Cash Flow to Equity* dan *Relative Valuation*.

Krisis global memberikan penurunan pada pasar modal dan harga saham pada tahun 2008. Namun pada tahun 2009 harga saham kembali naik sampai melebihi sebelumnya. Oleh karena itu, valuasi merupakan suatu alat yang penting untuk dapat mengetahui nilai intrinsik suatu saham sehingga investor dapat mengambil keputusan dalam berinvestasi. PT. Bank Negara Indonesia, Tbk (Persero) dipilih karena merupakan perusahaan milik negara yang mempunyai fundamental kuat dalam industri perbankan. Tesis ini menggunakan 2 metode yang berbeda yaitu metode *Free Cash Flow to Equity* dan metode *Relative Valuation*. Hasil dari perhitungan valuasi tersebut kemudian dibandingkan dengan harga saham BNI saat ini untuk mengetahui posisi saham BNI apakah *overvalued* atau *undervalued*.

**Kata Kunci:**

Valuasi, nilai intrinsik, nilai pasar, *free cash flow to equity*, *relative valuation*, *overvalued*, *undervalued*.



## ABSTRACT

*Name : Aditya Surya Pratama  
Study Program : Master Management  
Title : Stock Price Valuation Analysis of PT. Bank Negara Indonesia, Tbk by Using Free Cash Flow to Equity and Relative Valuation Method.*

*Global crisis had caused a decrease in capital markets and stock prices in 2008. However, in 2009 the stock price rebound significantly. Therefore, valuation is an important tool to valuing the intrinsic value of a stock so that investors can make right investment decisions. PT. Bank Negara Indonesia, Tbk (Persero) was chosen because it is a state-owned company that has strong fundamentals in the banking industry. This thesis uses two different methods defined as Free Cash Flow to Equity and Relative Valuation method. The results of the valuation are compared with the current market price of BNI to identify the stock position is overvalued or undervalued.*

*Key words:*

*Valuation, intrinsic value, market value, free cash flow to equity, relative valuation, overvalued, undervalued.*

## DAFTAR ISI

### Halaman

<b>HALAMAN JUDUL</b> .....	i
<b>HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS</b> .....	ii
<b>HALAMAN PENGESAHAN</b> .....	iii
<b>KATA PENGANTAR</b> .....	iv
<b>HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI</b> .....	vi
<b>ABSTRAK</b> .....	vii
<b>ABSTRACT</b> .....	viii
<b>DAFTAR ISI</b> .....	ix
<b>DAFTAR GAMBAR</b> .....	xii
<b>DAFTAR GRAFIK</b> .....	xiii
<b>DAFTAR RUMUS</b> .....	xiv
<b>DAFTAR TABEL</b> .....	xv
<b>DAFTAR LAMPIRAN</b> .....	xvi
<b>BAB 1 PENDAHULUAN</b>	
1.1 Latar Belakang.....	1
1.2 Perumusan Masalah.....	3
1.3 Tujuan Penelitian.....	4
1.4 Kerangka Penulisan.....	4
<b>BAB 2 LANDASAN TEORI</b>	
2.1 Gambaran Umum Analisis Fundamental.....	6
2.2 Analisis Makro Ekonomi Global.....	7
2.3 Analisis Makro Ekonomi Domestik.....	7
2.3.1 Tingkat pertumbuhan ekonomi.....	8
2.3.2 Tingkat inflasi.....	8
2.3.3 Tingkat suku bunga.....	9
2.3.4 Nilai tukar.....	9
2.3.5 Kebijakan Pemerintah.....	10
2.4 Analisis Industri.....	11
2.5 Analisis Perusahaan.....	13
2.5.1 <i>Free Cash Flow to Equity Model</i> .....	14
2.5.1.1 <i>The constant growth FCFE model</i> .....	15
2.5.1.2 <i>Two stage FCFE model</i> .....	16
2.5.1.3 <i>Three stage FCFE model</i> .....	17
2.5.1.4 <i>Free Cash Flow to Equity pada Financial Institution</i> .....	17
2.5.2 <i>Relative Valuation</i> .....	18
2.5.3 Penelitian Sebelumnya.....	20

### **BAB 3 METODOLOGI PENELITIAN**

3.1 Kerangka Penelitian.....	24
3.2 Penggunaan Metode Penelitian.....	25
3.3 Metode Pemilihan Perusahaan.....	25
3.4 Sumber Data dan Periode Penelitian.....	26
3.5 Teknik Pengolahan Data.....	26
3.6 Analisis Data.....	27

### **BAB 4 GAMBARAN UMUM PERUSAHAAN**

4.1 Sejarah Perusahaan.....	28
4.2 Visi dan Misi Perusahaan.....	29
4.3 Struktur Organisasi dan <i>Dividend Policy</i> .....	30
4.4 Strategi dan Tinjauan Bisnis Perusahaan.....	32
4.4.1 Perbankan Komersial.....	33
4.4.2 Perbankan Korporasi.....	34
4.4.3 Perbankan Konsumen.....	35
4.4.4 Perbankan Internasional dan Treasury.....	36
4.4.5 Langkah-langkah strategis.....	38
4.5 Manajemen Risiko.....	39
4.5.1 Organisasi.....	39
4.5.2 Strategi.....	40
4.5.3 Sistem Informasi & Operasi.....	40
4.5.4 Budaya Risiko.....	41
4.5.5 Kategori Risiko.....	41
4.5.6 Profil Risiko BNI.....	45
4.6 Tata Kelola Perusahaan ( <i>Good Corporate Governance</i> ).....	45

### **BAB 5 ANALISIS DAN PEMBAHASAN**

5.1 Analisis Makro.....	47
5.1.1 Tingkat Pertumbuhan Ekonomi.....	48
5.1.2 Inflasi.....	49
5.1.3 Tingkat Suku Bunga.....	50
5.1.4 Nilai Tukar Rupiah.....	50
5.1.5 Kebijakan Pemerintah.....	51
5.1.6 Pasar Modal.....	52
5.2 Analisis Industri Perbankan.....	53
5.2.1 Gambaran Umum Industri Perbankan di Indonesia.....	53
5.2.2 Kinerja Perbankan.....	53
5.2.3 Kebijakan Perbankan.....	55
5.2.4 Analisis Industri Berdasarkan <i>Five Porter's Analysis</i> .....	57
5.2.4.1 Persaingan Antar Bank Dalam Industri Perbankan.....	57
5.2.4.2 Ancaman Masuknya Pendaatang Baru.....	60
5.2.4.3 Kekuatan Penawaran Dari Pembeli.....	61
5.2.4.4 Kekuatan Penawaran Dari Supplier.....	61
5.2.4.5 Ancaman Dari Produk Atau Jasa substitusi.....	62

5.2.5 Analisis Strategi Perusahaan.....	62
5.3 Analisis Keuangan Perusahaan.....	63
5.4 Penilaian Harga Saham.....	70
5.4.1 Asumsi Dasar.....	70
5.4.2 Perhitungan <i>Cost of Equity</i> .....	73
5.4.3 <i>Free Cash Flow to Equity</i> .....	73
5.4.3.1 Hasil Perhitungan Pada Proyeksi FCFE.....	74
5.4.3.2 Perhitungan Valuasi dengan <i>Discounted Cash Flow</i> .....	74
5.4.4 <i>Relative Valuation</i> .....	76
5.4.5 Hasil Perhitungan Valuasi.....	77
<b>BAB 6 KESIMPULAN DAN SARAN</b>	
6.1 Kesimpulan.....	79
6.2 Saran.....	80
<b>DAFTAR REFERENSI.....</b>	<b>81</b>



## DAFTAR GAMBAR

<b>Gambar</b>	<b>Halaman</b>
2.1 <i>The Five Forces of Model Competition: A Key Analytical Tool</i> .....	13
3.1 Kerangka Penelitian.....	25



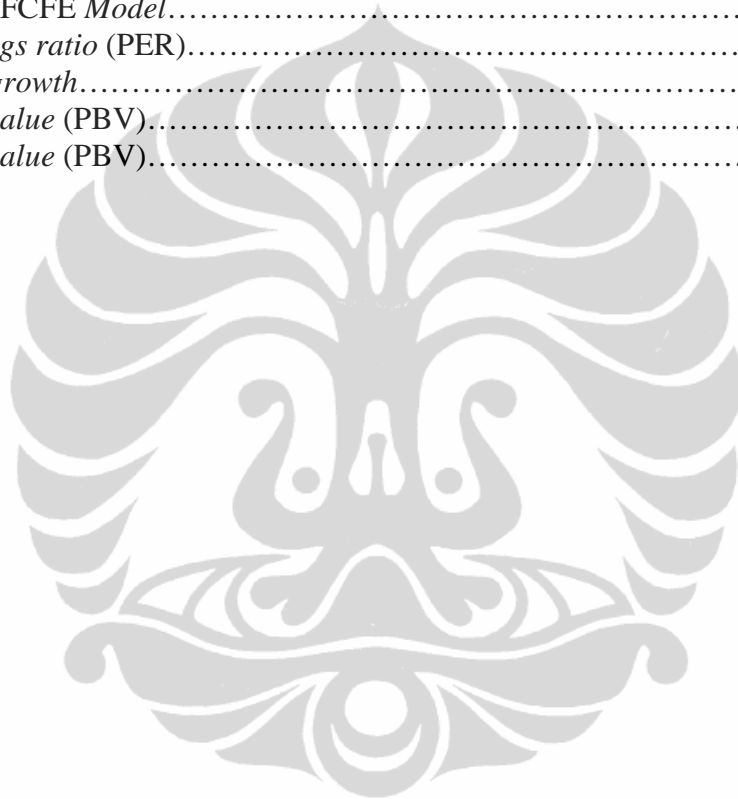
## DAFTAR GRAFIK

	<b>Halaman</b>
<b>Grafik</b>	
5.1 Harga Saham BBNI Tahun 2008 Sampai dengan 2009.....	68
5.1 Harga Saham IHSG Tahun 2008 Sampai dengan 2009.....	69



## DAFTAR RUMUS

<b>Rumus</b>	<b>Halaman</b>
2.1 <i>The Constant Growth FCFE Model</i> .....	15
2.2 <i>Two Stage FCFE Model</i> .....	16
2.3 <i>Terminal Price</i> .....	16
2.4 <i>Three Stage FCFE Model</i> .....	17
2.5 <i>Price earnings ratio (PER)</i> .....	19
2.6 <i>PE ratio of growth</i> .....	19
2.7 <i>Price book value (PBV)</i> .....	19
2.8 <i>Price book value (PBV)</i> .....	20



## DAFTAR TABEL

	<b>Halaman</b>
<b>Tabel</b>	
2.1 Contoh Perhitungan Equity Cash Flow.....	18
2.2 Hasil Penelitian Tesis Tambunan.....	21
2.3 Hasil Penelitian Tesis Rivai.....	22
2.4 Hasil Penelitian Tesis Pohan.....	22
4.1 Susunan Dewan Komisaris dan Dewan Direktur BNI.....	30
4.2 BNI <i>Dividend Policy</i> .....	31
4.3 Komposisi Pemegang Saham BNI yang dimiliki oleh publik.....	32
5.1 Indikator Perekonomian Indonesia Tahun 2006 - 2009.....	48
5.2 Rekapitulasi Institusi Perbankan di Indonesia Tahun 2009.....	54
5.3 Indikator Utama Perbankan Indonesia 2006 – 2009.....	55
5.4 Peringkat Bank Umum Berdasarkan Aktiva (dalam miliar rupiah).....	58
5.5 Peringkat Bank Umum Berdasarkan DPK (dalam miliar rupiah).....	59
5.6 Peringkat Bank Umum Berdasarkan Kredit (dalam miliar rupiah).....	60
5.7 Ikhtisar Laporan Laba Rugi BNI Tahun 2005 s/d 2009.....	64
5.8 Ikhtisar Neraca BNI Tahun 2005 s/d 2009.....	65
5.9 Rasio Keuangan BNI Tahun 2005 s/d 2009.....	66
5.10 Historikal Harga Saham BBNI Selama Tahun 2008 s/d 2009.....	68
5.11 Historikal IHSG Selama Tahun 2008 s/d 2009.....	70
5.12 Hasil Perhitungan FCFE Periode 2010 Sampai dengan 2015.....	74
5.13 PER pada Industri Perbankan.....	76
5.14 Perhitungan <i>Relative Valuation</i> dengan Metode PER.....	77
5.15 Perbandingan Hasil Valuasi Perhitungan dengan <i>Market Value</i> .....	78



## DAFTAR LAMPIRAN

	<b>Halaman</b>
<b>Lampiran</b>	
1. Neraca PT Bank Negara Indonesia Tbk periode 2007-2009.....	L-1
2. Proyeksi Neraca PT Bank Negara Indonesia Tbk periode 2010-2015.....	L-2
3. Laporan Laba Rugi PT Bank Negara Indonesia Tbk periode 2007-2009.....	L-3
4. Proyeksi Laporan Laba Rugi PT Bank Negara Indonesia Tbk periode 2010-2015.....	L-4
5. Rasio Keuangan PT Bank Negara Indonesia Tbk .....	L-5
6. Valuasi PT. Bank Negara Indonesia Tbk Dengan Menggunakan Metode FCFE.....	L-6
7. PER Industri Perbankan.....	L-7
8. Perhitungan <i>Relative Valuation</i> Dengan Metode PER.....	L-8