

BAB 2

LANDASAN TEORI

2.1. Pendahuluan

Ketika melakukan investasi saham, seorang investor hendaknya melakukan analisis saham terlebih dahulu terhadap saham-saham yang mau dibeli atau dijualnya. Analisis saham bertujuan untuk menaksir nilai wajar suatu saham untuk dibandingkan dengan harga pasar pada saat ini. Tujuan utamanya adalah untuk memilih saham yang *overvalued* dan *undervalued*. Jika suatu saham *undervalued* artinya nilai pasar saham berada dibawah nilai wajarnya, atau sebaliknya, dan sebaiknya dibeli atau disimpan oleh investor karena harganya akan naik mendekati harga wajarnya. Lawan dari saham *undervalued* adalah saham *overvalued*, dan sebaiknya tidak dibeli atau lakukan *cut loss* (menjual sekarang saham yang dimiliki demi terhindar dari kerugian dimasa depan).

Nilai wajar suatu saham dari sebuah perusahaan dapat dipengaruhi oleh faktor internal maupun eksternal, baik yang terkait secara langsung maupun tidak langsung dengan perusahaan tersebut. Untuk mengetahui berapa nilai wajar suatu saham dari sebuah perusahaan, dapat menggunakan analisis fundamental; baik melalui pendekatan dari atas ke bawah (*top – down approach*) ataupun sebaliknya, yaitu *bottom – up approach*.

Dalam pembahasan tesis ini, penulis menggunakan analisis fundamental melalui *top – down approach*. Dimulai dengan menganalisis lingkungan makro ekonomi, kemudian menganalisis industri dimana perusahaan tersebut menggunakan *five force's porter* untuk menganalisis daya saing (*competitiveness*) perusahaan dalam industri dimana perusahaan itu berada. Dan yang terakhir adalah analisis perusahaan dengan menghitung nilai wajar saham perusahaan tersebut.

2.2. Investasi

Investasi adalah kegiatan menunda konsumsi uang atau hal lainnya di masa kini dengan harapan mendapatkan manfaat keuntungan di masa datang (Bodie, Kane, & Marcus, 2009). Salah satu bentuk investasi yang sedang populer bagi investor adalah investasi dalam bentuk saham (*common stocks*), yang juga dikenal

dengan sebutan sekuritas modal (*equity securities*) atau modal (*equities*). Bodie, Kane, dan Marcus (2009) menyebutkan bahwa saham merupakan bukti kepemilikan atas beberapa bagian dalam suatu perusahaan. Lebih lanjut, hal ini berarti para pemegang saham yang menanamkan dananya di suatu perusahaan ikut juga memiliki perusahaan tersebut karena mempunyai hak kepemilikan dalam suatu perusahaan itu tadi.

Kembali ke pengertian dari investasi di atas, dalam konteks investasi saham, keuntungan yang dimaksud dapat berupa penerimaan uang tunai atau kenaikan dari nilai investasinya. Penerimaan tunainya adalah berupa dividen kas, sedangkan kenaikan dari nilai investasinya dapat berupa dividen saham ataupun kenaikan harga saham (*capital gain*). Namun di dalam setiap investasi selalu terdapat unsur resiko (*risk*) yang merupakan cerminan dari ketidakpastian pengembalian investasi di masa datang, dimana semakin besar imbal hasil (*return*) yang diharapkan semakin besar pula resiko yang dihadapi oleh investor (*high risk – high return*).

2.3. Valuasi

Setiap aset, baik itu aset finansial maupun aset riil memiliki nilai atau *value* (Damodaran, 2002). Mengetahui nilai suatu aset dan faktor-faktor yang mempengaruhi nilai suatu aset merupakan syarat dalam suatu pengambilan keputusan bisnis yang baik, misalnya memilih investasi yang tepat dalam suatu portfolio, menentukan harga yang layak dalam suatu penjualan atau pembelian perusahaan dan saham, atau dalam merestrukturisasi suatu perusahaan.

Harga yang tercipta di bursa efek adalah harga yang terjadi berdasarkan permintaan dan penawaran pembeli dan penjual. Harga saham suatu perusahaan, terkadang tidak mencerminkan kondisi perusahaan sebenarnya. Harga saham bisa diperjualbelikan di atas atau di bawah atau bahkan sama dengan harga wajarnya. Oleh karena itu, sangat penting untuk mengetahui harga wajar suatu saham yang sesuai dengan kondisi perusahaannya.

Menurut Keown, penilaian harga wajar saham adalah proses membandingkan nilai riil suatu saham dengan harga yang berlaku di pasar dengan memperhatikan faktor fundamental (Joseph, 2009). Di dalam pasar yang tidak sempurna, penilaian saham dapat melokalisir variances (perbedaan) antara nilai wajar

dengan harga permintaan menurut pasar. Hal ini bisa dilakukan karena faktor-faktor fundamental yang mempengaruhi nilai, biasanya lebih lambat perubahannya dibandingkan perubahan harga pasar.

Sedangkan menurut Tambunan Andi Porman, penilaian saham (valuasi) adalah nilai sekarang (*present value*) dari arus kas imbal hasil yang di harapkan (*expected cash flows*) (Joseph, 2009). Dengan kata lain, hal yang melatarbelakangi *value* sebagai penyebab dilakukannya investasi adalah bahwa suatu aset dibeli atas dasar *expected cash flow* dari aset tersebut di masa yang akan datang. Sebagai contohnya, untuk aset yang berbentuk investasi saham, maka salah satu bentuk *cash flow* yang diharapkan oleh investor di masa yang akan datang adalah dividen dan *capital gain* dari saham yang dimiliki. investor berharap bahwa saham dapat memberikan *cash flows* selama dimiliki, dan untuk mengkonversi *cash flows* menjadi harga saham, maka didiskonto dengan tingkat bunga yang diinginkan (*required rate of return*).

Perhitungan nilai suatu aset (valuasi) dapat dilakukan dengan bermacam-macam model. Meski model-model valuasi yang ada bersifat kuantitatif, namun dalam prosesnya tetap membutuhkan asumsi yang subjektif dari tiap pelaku valuasi. Asumsi-asumsi yang digunakan dalam valuasi sangat ditentukan oleh informasi-informasi spesifik tentang perusahaan dan informasi tambahan lainnya dari pasar. Akan tetapi perlu diingat, bahwa hasil akhir yang diperoleh tetap mengandung unsur ketidakpastian dari proyeksi tentang masa depan perusahaan maupun kondisi industri dan ekonomi makro.

Secara umum terdapat dua model yang digunakan untuk melakukan analisis dan penilaian terhadap suatu saham, yakni analisis fundamental dan analisis teknikal. Berikut ini hanya akan dipaparkan analisis yang digunakan dalam pembahasan tesis ini pada sub bab selanjutnya, yaitu analisis fundamental *top – down approach*.

2.3.1. Analisis Fundamental

Bila seorang investor ingin melakukan investasi jangka panjang, analisis fundamental mampu memberikan hasil yang optimal dalam menentukan keputusan investasi. Sebab dibandingkan dengan menggunakan analisis teknikal, bila kita menggunakan analisis fundamental maka dapat diketahui performa perusahaan secara utuh; termasuk kondisi perusahaan dimasa yang akan datang. Kondisi perusahaan ini lah yang akan mempengaruhi pergerakan harga sahamnya. Sebagai perumpamaan, bila investor memiliki pertimbangan dan perhitungan bahwa pada masa yang akan datang perusahaan mempunyai prospek yang bagus maka harga saham perusahaan tersebut akan naik.

Dasar pemikirannya adalah asumsi bahwa harga saham perusahaan akan selalu mendekati nilai wajarnya, Sehingga perhitungan mengenai nilai wajar suatu perusahaan dianggap penting, karena dengan dihitungnya nilai wajar suatu perusahaan dan membandingkannya dengan harga pasar maka dapat diambil kesimpulan apakah saham yang diperdagangkan tersebut harganya dalam keadaan *undervalued*, *overvalued* atau *fair price*. Penilaian ini selanjutnya digunakan untuk pengambilan keputusan apakah suatu saham sebaiknya dibeli, dijual, atau disimpan.

2.3.1.1. Analisis Ekonomi Makro

Kondisi ekonomi nasional yang tumbuh, didukung stabilitas keamanan dan politik yang stabil, serta kepastian hukum, merupakan kondisi yang kondusif bagi pasar modal dan investor – terutama investor asing – untuk melakukan investasi karena hal tersebut akan mengurangi tingkat risiko yang dihadapi oleh investor. Sehingga mengetahui kondisi perekonomian dan membuat perkiraan yang tepat tentang perekonomian dimasa yang akan datang merupakan langkah pertama yang sangat penting dalam melakukan investasi di pasar modal.

Mengingat kondisi ekonomi makro memberikan pengaruh terhadap kondisi pasar secara umum dan kinerja saham secara khusus, terdapat beberapa variable ekonomi yang dijadikan indikator ekonomi nasional dalam menganalisis ekonomi makro dalam pembahasan tesis ini, diantaranya: tingkat pertumbuhan ekonomi negara atau yang lebih dikenal dengan Produk Domestik Bruto (PDB),

tingkat inflasi, tingkat suku bunga, nilai tukar rupiah (terutama Rupiah terhadap Dollar Amerika).

a. Produk Domestik Bruto (PDB)

Produk Domestik Bruto (PDB) mengukur total nilai barang dan jasa yang diproduksi di suatu negara dalam periode tertentu. Berbeda dengan Produk Nasional Bruto (PNB), PDB hanya menghitung total produksi suatu negara, tanpa memperhatikan asal usul faktor produksi yang digunakan; apakah produksi itu dilakukan dengan memakai faktor produksi dalam negeri atau tidak. Sehingga, ukuran ini dapat digunakan sebagai barometer pertumbuhan suatu industri.

Terdapat dua macam PDB, yaitu PDB Nominal (PDB Atas Dasar Harga Berlaku) dan PDB Riil (PDB Atas Dasar Harga Konstan). PDB Nominal merujuk kepada nilai PDB tanpa memperhatikan pengaruh harga, sedangkan PDB Riil mengoreksi angka PDB nominal dengan memasukkan pengaruh dari harga.

Cara menghitung PDB dapat dilakukan melalui dua pendekatan, yaitu pendekatan pengeluaran dan pendekatan pendapatan. Secara teori, kedua pendekatan tersebut harus menghasilkan angka yang sama. Namun karena dalam prakteknya menghitung PDB dengan pendekatan pendapatan sulit dilakukan, maka yang sering digunakan adalah dengan pendekatan pengeluaran.

Pertumbuhan PDB dipengaruhi oleh konsumsi dan investasi swasta, konsumsi dan investasi pemerintah, serta besarnya ekspor dan impor. Dengan meningkatnya faktor-faktor di atas, kecuali impor, akan menyebabkan pertumbuhan PDB turut meningkat. Hal tersebut dikarenakan semakin banyak kebutuhan barang dan jasa konsumen dipenuhi dari luar negeri, maka semakin kecil pertumbuhan PDB.

Perubahan PDB pada tahun dasar tertentu dibandingkan dengan tahun sebelumnya dapat dijadikan tingkat pertumbuhan ekonomi suatu negara. Tingkat pertumbuhan PDB yang tinggi mengindikasikan bahwa terjadi pertumbuhan ekonomi dan memberikan kesempatan yang luas bagi perusahaan untuk meningkatkan penjualan. Selain itu meningkatnya PDB juga akan berpengaruh positif terhadap pendapatan konsumen, karena dapat meningkatkan permintaan terhadap produk perusahaan. Dengan meningkatnya permintaan terhadap produk perusahaan, maka profitabilitas perusahaan diharapkan akan ikut meningkat, dan disitulah letak pengaruh PDB terhadap profitabilitas perusahaan.

b. Tingkat Inflasi

Inflasi adalah ukuran aktivitas ekonomi yang memberikan gambaran tentang peningkatan harga rata-rata barang dan jasa yang diproduksi oleh sistem perekonomian. Dampak dari kenaikan inflasi dapat mengakibatkan daya beli masyarakat menurun, dan bahkan inflasi yang tinggi dapat mendorong timbulnya resesi.

Di sisi lain, kenaikan inflasi mempunyai dampak positif dan negatif terhadap kinerja perusahaan. Dampak positifnya adalah meningkatkan pendapatan perusahaan karena naiknya harga jual produk. Sedangkan dampak negatifnya, kenaikan inflasi dapat menyebabkan meningkatnya biaya kapital, biaya tenaga kerja, dan biaya bahan baku. Jika peningkatan biaya faktor produksi lebih tinggi dari peningkatan harga yang dapat dinikmati oleh perusahaan, karena kenaikan biaya perusahaan ini tidak dapat diserap oleh harga jual kepada konsumen, maka profitabilitas perusahaan akan menurun. Lebih jauh, hal tersebut akan berdampak pada penurunan tingkat output nasional (PDB) yang seringkali disebut sebagai indikator pertumbuhan ekonomi.

c. Tingkat Suku Bunga

Setiap bulannya, Dewan Gubernur BI akan mengumumkan berapa tingkat suku bunga (BI Rate) untuk bulan berjalan dalam Rapat Bulanan Dewan Gubernur. Tingkat suku bunga digunakan sebagai instrumen kebijakan pemerintah dalam operasional moneter BI dengan tujuan untuk mengendalikan jumlah uang beredar.

Pada dasarnya, BI akan menurunkan tingkat suku bunga apabila inflasi diperkirakan akan berada dibawah target inflasi, dan sebaliknya. Untuk mendorong investasi, BI akan menurunkan tingkat bunga sehingga para perusahaan akan lebih mudah melakukan investasi yang kemudian akan meningkatkan jumlah uang yang beredar di masyarakat. Kebijakan ini akan mendorong masyarakat untuk lebih melakukan investasi dan konsumsi dibandingkan menabung. Lebih lanjut lagi, peningkatan kegiatan konsumsi yang disebabkan oleh penurunan tingkat bunga akan meningkatkan permintaan terhadap produk perusahaan, yang pada akhirnya akan meningkatkan profitabilitas perusahaan.

Sebaliknya, BI akan menerapkan kebijakan uang ketat dengan meningkatkan suku bunga dalam kondisi inflasi. Tujuannya agar masyarakat lebih suka menabung daripada melakukan investasi atau konsumsi. Namun bagi perusahaan, tingkat suku bunga yang tinggi akan menurunkan nilai perusahaan sehingga harga sahamnya akan turun. Peningkatan suku bunga akan meningkatkan biaya modal perusahaan sehingga menurunkan profitabilitas perusahaan, karena secara langsung akan meningkatkan beban bunga. Perusahaan yang memiliki banyak hutang akan mendapatkan dampak yang sangat berat terhadap kenaikan tingkat bunga.

Selain itu, tingkat suku bunga juga digunakan sebagai ukuran keuntungan investasi yang dapat diperoleh oleh investor dan juga merupakan ukuran biaya modal yang harus dikeluarkan oleh perusahaan untuk menggunakan dana dari investor. Sebagai contoh, meningkatnya tingkat suku bunga dapat menyebabkan berkurangnya minat pemodal untuk melakukan investasi di saham. Pemodal akan memilih investasi pada instrumen keuangan dengan imbal balik yang pasti, seperti deposito dan obligasi. Mengingat perubahan dalam tingkat bunga ini biasanya mendahului perubahan pada pasar modal, maka sangat penting untuk mengidentifikasi perubahan tingkat bunga ini.

d. Nilai Tukar Rupiah

Nilai tukar uang suatu negara adalah harga uang negara tersebut terhadap mata uang negara lain. Dengan demikian, nilai tukar rupiah adalah harga rupiah terhadap mata uang negara lain. Kebijakan nilai tukar rupiah ditetapkan untuk mempengaruhi arus barang dan jasa serta modal dari dan ke dalam Indonesia. Nilai tukar Rupiah yang rendah terhadap mata uang negara lain akan mendorong peningkatan ekspor dan dapat mengurangi laju pertumbuhan impor.

Laju pertumbuhan impor berkurang karena disebabkan turunnya daya beli masyarakat terhadap barang impor, yang kemudian akan membuat barang dalam negeri menjadi kompetitif bila dibandingkan dengan barang impor. Melemahnya daya beli masyarakat ini diakibatkan karena turunnya nilai tukar akan meningkatkan biaya impor bahan baku dan peralatan yang dibutuhkan oleh perusahaan sehingga dapat meningkatkan biaya produksi yang pada akhirnya

akan meningkatkan harga produk yang dihasilkan perusahaan. Hal ini akan menyebabkan menurunnya tingkat profitabilitas perusahaan.

Meski dapat meningkatkan nilai ekspor, penurunan nilai tukar Rupiah juga dapat meningkatkan biaya impor bahan baku dan meningkatkan suku bunga. Bila peningkatan biaya impor bahan baku dan peningkatan suku bunga lebih besar dari peningkatan nilai ekspor maka hal ini akan menurunkan profitabilitas perusahaan. Selain itu, nilai tukar rupiah yang rendah akan menjadi kurang menarik sehubungan dengan tingkat keuntungan investasi dalam Rupiah.

2.3.1.2. Analisis Industri

Analisis industri penting dilakukan karena setiap industri memiliki karakteristik tersendiri yang berbeda antara satu dengan yang lainnya. Pada suatu kondisi ekonomi tertentu setiap industri akan memperlihatkan kinerja sesuai dengan karakteristiknya tersebut. Sebagai contoh, terdapat industri yang sensitif terhadap kondisi ekonomi makro – disebut dengan *cyclical industries* – dimana kinerja dari industri ini berkaitan erat dengan kondisi ekonomi. Kemudian, terdapat industri yang hanya sedikit terpengaruh apabila terjadi perubahan kondisi ekonomi makro yang disebut dengan *defensive industries*.

Setelah memahami kondisi ekonomi makro, investor harus mampu memahami karakteristik industri dimana perusahaan yang akan dimasukinya beroperasi. Bagaimana pengaruh tingkat suku bunga, inflasi, nilai tukar dan lain sebagainya terhadap performa perusahaan. Maka tidak salah bila kemudian analisis industri dikatakan sebagai langkah kedua dalam melakukan analisis fundamental dengan menggunakan *top-down approach* yang bertujuan untuk menilai pengaruh dari tingkat pertumbuhan dan juga persaingan dalam industri tempat perusahaan berada terhadap tingkat profitabilitas di masa datang, serta untuk mengetahui tingkat risiko usaha dalam industri tersebut. Sehingga pada akhirnya, kita dapat mengidentifikasi apakah suatu industri memiliki kinerja yang baik di masa depan.

Untuk menganalisis industri, langkah pertama yang perlu dilakukan adalah dengan mengamati tingkatan dalam daur hidupnya (*industry life cycle*) untuk menilai kondisi kesehatan dan posisi industri secara umum. Langkah kedua adalah dengan melakukan analisis siklus bisnis (*business cycle analysis*), yang kemudian

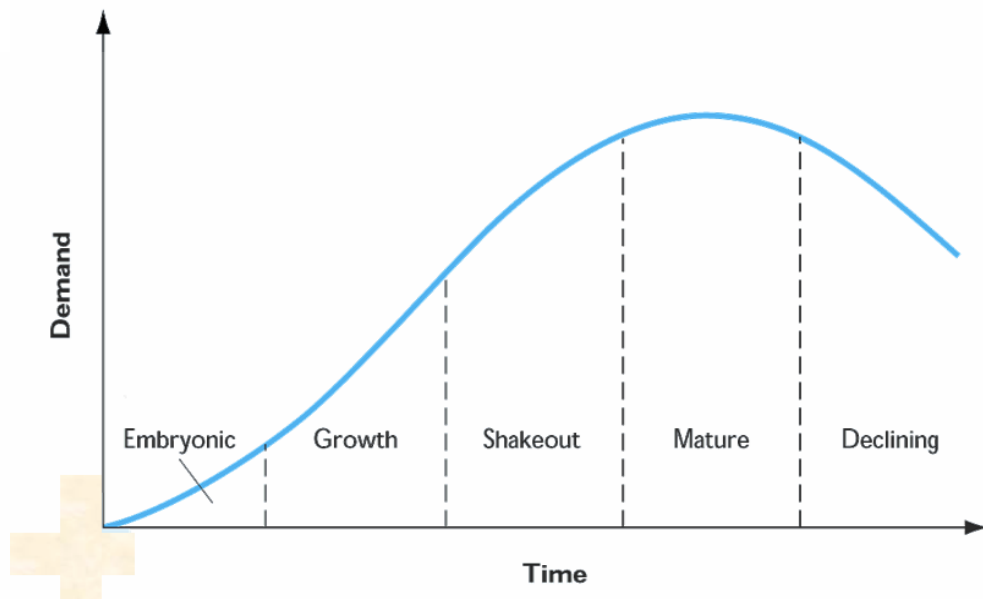
dilanjutkan dengan analisis kualitatif atas faktor-faktor penting yang mempengaruhi industri (Jones, 2000). Analisis kualitatif tersebut akan dilakukan dengan menggunakan salah satu pendekatan yang sering digunakan dalam analisis industri mengenai kondisi persaingan, yaitu model *five forces* yang diperkenalkan oleh Michael E. Porter.

a. Analisis Siklus Hidup Industri (*Industry Life Cycle*)

Setelah memahami kondisi nasional serta menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi profitabilitas industri, selanjutnya kita harus memahami pertumbuhan industri dan tahap pertumbuhan suatu industri. Pemahaman mengenai pertumbuhan industri dan tahap pertumbuhan industri diperlukan untuk dapat menentukan keadaan dan potensi profit investasi pada industri tersebut di masa yang akan datang. Karena investasi yang baik adalah, investasi yang dilakukan pada perusahaan yang sedang dalam tahap pertumbuhan dan pertumbuhan yang dialaminya lebih baik dibandingkan dengan pertumbuhan ekonomi yang sedang terjadi. Sehingga investasi pada perusahaan dalam jenis ini akan memberikan keuntungan yang lebih baik.

Dalam perjalanan waktu suatu industri berevolusi melalui suatu seri tahapan, mulai dari tahap permulaan hingga sampai akhirnya akan melewati tahap penurunan. Setiap tahapan memiliki peluang dan masalah yang berbeda serta memberikan implikasi yang berbeda terhadap persaingan, sehingga dengan mengidentifikasi tahapan suatu industri seorang investor akan dapat mengetahui kondisi dan prospek yang dihadapi oleh perusahaan.

Model yang digunakan untuk menganalisis siklus hidup industri adalah model Charles W.L Hill dan Gareth R. Jones (1998), karena berguna untuk menganalisis dampak dari evolusi industri pada kekuatan-kekuatan kompetitif. Hill dan Jones membagi siklus hidup industri ke dalam lima lingkungan industri, antara lain (*CARDS 2002 Project Development of Investment and Business Climate in Croatia, 2002*):



Gambar 2.1. Hill and Jones *Industry Life Cycle*

Sumber: <http://www.mingorp.hr/UserDocsImages/CARDSanalyze24052006/Furniture-ENG.pdf>

Embrionic industry environment. Ini adalah awal dari industri dimana pertumbuhan pada tahap ini masih lambat karena disebabkan oleh berbagai faktor seperti pembeli yang belum familiar dengan produknya, harga yang masih mahal sebagai akibat dari produsen yang belum mampu memproduksi pada skala ekonomi yang optimal. Hambatan untuk masuk pada tahap ini tergantung dari kemampuan untuk menguasai teknologinya.

Growth industry environment. Pada tahap ini permintaan akan meningkat dengan cepat, dimana perkembangan ini dipicu oleh konsumen yang mulai mengenal produk yang dihasilkan dan harga yang mulai turun sebagai akibat dari produsen yang mampu memproduksi pada skala ekonomi. Biasanya kontrol terhadap teknologi yang digunakan menjadi alat untuk menghambat masuknya pemain baru.

Shakeout industry environment. Pada tahap ini permintaan akan produk ini telah mendekati titik kejenuhan. Pada pasar yang mulai jenuh tidak ada penambahan pembeli potensial sebab permintaan yang ada hanya sebagai pengganti. Pada titik ini persaingan antar competitor semakin sengit, hal ini

disebabkan perusahaan yang ada telah terbiasa pada periode pertumbuhan yang tinggi dan tetap memproduksi pada tingkatan tersebut sehingga terjadi kelebihan penawaran yang mendorong persaingan sengit untuk mendapatkan pasar.

Mature industry environment. Pada tahapan ini pasar telah benar-benar jenuh dan permintaan terbatas hanya untuk menggantikan barang yang telah rusak/digunakan. Pada saat ini pertumbuhan rendah dan bahkan tidak ada pertumbuhan. Sebagai akibatnya industri pada tahap maturity melakukan konsolidasi dan menjadi oligopoli.

Declining industry environment. Pada tahap ini pertumbuhan menjadi negatif. Hal ini disebabkan oleh berbagai hal yang mana diantaranya adanya teknologi baru, perubahan sosial, dan lain sebagainya.

b. Analisis Siklus Bisnis (*Business Cycle Analysis*)

Beberapa industri mengalami kinerja yang buruk selama resesi, sementara industri yang lain dapat melalui masa sulit tersebut dengan baik. Namun, beberapa industri ada pula yang beroperasi mengikuti siklus bisnis dimana mereka memiliki kinerja yang baik terhadap rata-rata industri ketika ekonomi sedang baik dan memiliki kinerja yang buruk ketika kondisi ekonomi sedang buruk.

Seorang investor dalam melakukan analisis industri harus memperhatikan hubungan tersebut (Jones, 2000). Caranya adalah dengan melakukan analisis siklus bisnis. Karena sesuai dengan tujuannya, analisis siklus bisnis dilakukan untuk menganalisis hubungan antara kemampuan operasi industri dengan kondisi perekonomian makro.

Berdasarkan pendekatan reaksi industri terhadap perubahan perekonomian, secara garis besar, industri dapat dikategorikan menjadi tiga, yaitu:

Growth industry, yaitu industri dimana laba yang dihasilkannya memiliki pertumbuhan yang secara signifikan berada di atas rata-rata industri.

Defensive industry, yaitu industri yang memiliki kecenderungan untuk lebih bisa bertahan dalam ekonomi yang sedang mengalami resesi dibandingkan dengan industri lain, karena memiliki sensitivitas atau beta yang lebih kecil dibandingkan dengan industri lain. Yang termasuk dalam industri ini adalah

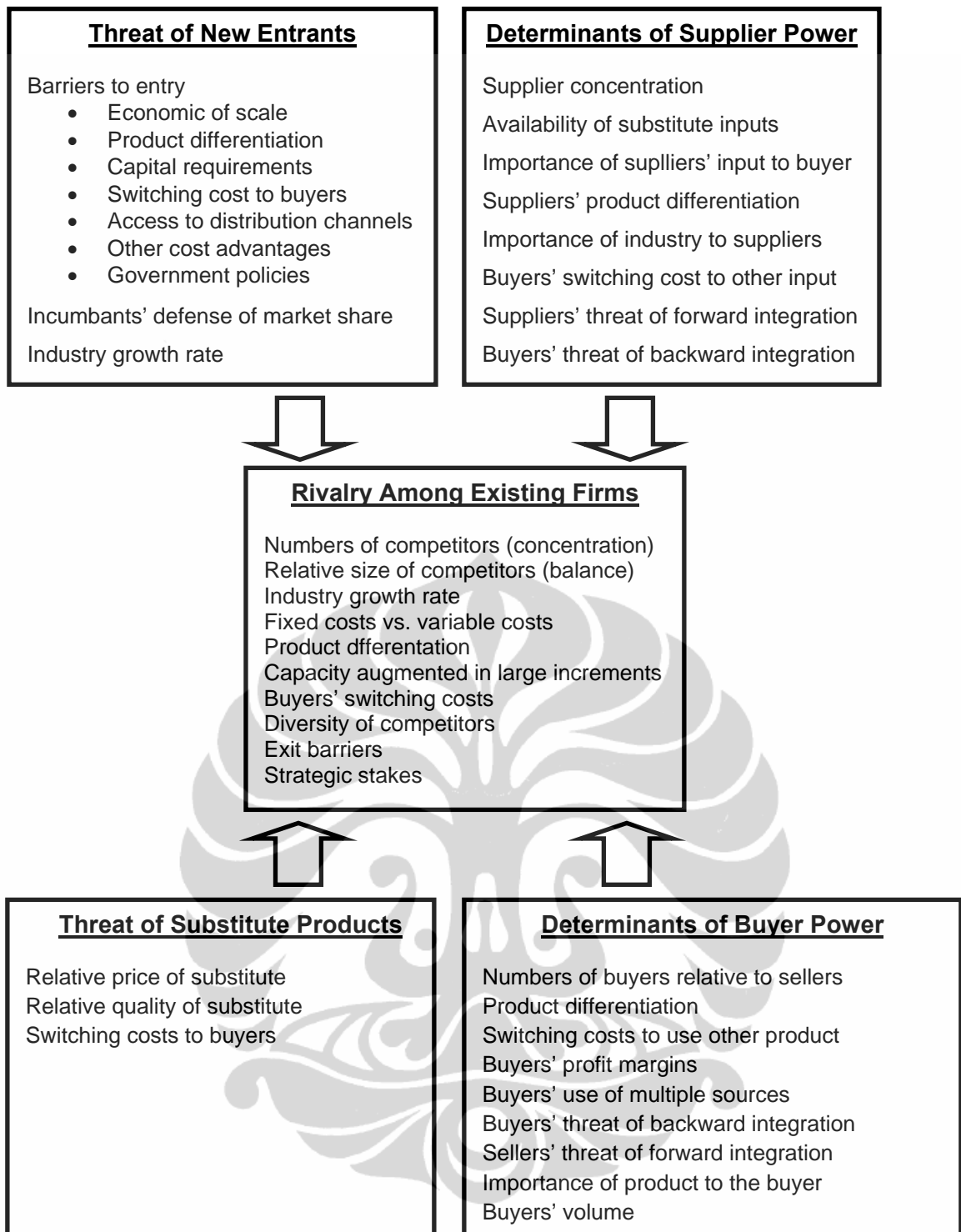
perusahaan yang menghasilkan produk yang penjualan dan laba yang dihasilkannya memiliki sensitifitas atau beta yang kecil atas kondisi ekonomi, sehingga kinerjanya relatif tidak terpengaruh oleh kondisi pasar secara keseluruhan. Contoh dari industri ini adalah industri dan prosesor makanan farmasi, dan utilitas umum (Bodie, Kane, & Marcus, 2001)

Cyclical industry, yaitu industri yang sangat peka terhadap kondisi ekonomi. Industri ini biasanya memiliki kinerja yang baik ketika ekonomi mengalami ekspansi dan akan sangat terpuakul ketika ekonomi sedang mengalami krisis. Contoh dari industri ini adalah industri otomotif dan elektronik. Pada saat persepsi mengenai kondisi ekonomi baik (optimis), harga dari sebagian besar saham akan meningkat sejalan dengan peningkatan perkiraan tingkat laba.

Karena perusahaan dalam *cyclical industry* memiliki sensitivitas yang tinggi terhadap kondisi ekonomi, maka harga sahamnya akan meningkat pada saat ekonomi sedang mengalami ekspansi. Oleh karena itu perusahaan dalam industri ini cenderung memiliki beta yang tinggi. Secara umum, saham dari perusahaan *cyclical* akan menunjukkan hasil terbaiknya ketika terdapat berita positif tentang kondisi ekonomi dan akan menunjukkan hasil terburuknya ketika terdapat berita negatif.

c. **Kondisi Persaingan**

Terdapat lima kekuatan (*five forces*) persaingan yang dikembangkan Michael E. Porter untuk menentukan kemampuan perusahaan dalam industri untuk menghasilkan laba, seperti (Porter, 1999):



Gambar 2.2: Porter's Five Forces *Model of Competition*

Sumber: http://www.strategy4u.com/assessment_tools/porters_five_forces/porters_five_forces_lg.gif

Persaingan antar perusahaan-perusahaan dalam industri (*rivalry among existing firms*). Sebuah industri harus berkompetisi dengan industri lainnya untuk memperebutkan pangsa pertumbuhan ekonomi. Karena hampir pada semua industri, tingkat profitabilitas perusahaan sangat dipengaruhi oleh tingkat persaingan antar perusahaan-perusahaan dalam industri di mana perusahaan beroperasi. Dalam situasi persaingan yang oligopoli, perusahaan mempunyai kekuatan yang cukup besar untuk mempengaruhi pasar. Sedangkan pada pasar persaingan sempurna, biasanya kondisi tersebut akan memaksa perusahaan menjadi *follower* termasuk dalam hal produk.

Dalam beberapa industri, perusahaan-perusahaan bersaing secara agresif melalui perang harga sehingga mereka saling merendahkan harga jual mendekati atau malah lebih rendah daripada *marginal cost*. Sedangkan dalam industri lain, mereka mencari cara untuk mengkoordinasikan harga dan bersaing dalam dimensi non-harga seperti inovasi ataupun *brand image*. Menurut Porter, ada beberapa faktor yang menentukan tingkat persaingan antar perusahaan-perusahaan dalam industri, diantaranya adalah:

- Jumlah kompetitor atau pesaing dan ukuran relatifnya (*numbers/concentration and relative size/balance of competitors*)
- Tingkat pertumbuhan industri (*industry growth rate*)
- Biaya tetap yang besar (*fixed costs vs variable costs*)
- Karakteristik produk (*product differentiation*)
- Kapasitas (*capacity augmented in large increments*)
- Biaya peralihan (*buyers' switching costs*)
- Hambatan keluar (*exit barriers*)

Ancaman pendatang baru (*threat of new entrants*). Masuknya perusahaan sebagai pendatang baru akan menimbulkan sejumlah implikasi bagi perusahaan yang sudah ada, misalnya kapasitas menjadi bertambah, terjadinya perebutan pangsa pasar, serta perebutan sumber daya produksi yang terbatas. Kondisi seperti ini menimbulkan ancaman bagi perusahaan yang sudah ada sebelumnya. Sedangkan, potensi untuk mendapatkan *abnormal profit* akan menarik pendatang baru masuk ke dalam industri.

Semakin banyak pemain dalam industri menyebabkan terjadinya persaingan dalam mengenakan harga terhadap produk yang pada gilirannya akan mengancam profitabilitas. Karena itu, tingkat hambatan (*barriers to entry*) perusahaan untuk masuk ke dalam industri merupakan salah satu faktor kunci yang menentukan profitabilitas perusahaan. Ada beberapa faktor penghambat bagi pendatang baru untuk masuk ke dalam suatu industri, seperti:

- Skala ekonomis (*economies of scale*)
- Kecukupan modal (*capital requirements*)
- Akses ke saluran distribusi (*access to distribution channels*)
- Keunggulan biaya lainnya (*other cost advantages*)
- Kebijakan pemerintah (*government policies*)

Kekuatan tawar menawar penjual (*bargaining power of supplier*). Penjual atau suplier dapat mempengaruhi industri melalui kemampuan mereka menaikkan harga atau mengurangi kualitas produk atau jasa/servis. Penjual berada dalam posisi tawar menawar yang kuat jika:

- Jumlah pemasok sedikit (*supplier concentration*)
- Sedikit atau tidak tersedia produk substitusi bagi pelanggan (*availability of substitute inputs*)
- Pemasok mampu melakukan integrasi ke depan (*suppliers' threat of forward integration*)

Kekuatan tawar menawar pembeli (*bargaining power of buyer*). Analisis mengenai kekuatan tawar menawar pembeli sebenarnya hampir sama dengan analisis kekuatan tawar menawar penjual dalam suatu industri. Pembeli, dengan kekuatan yang mereka miliki, mampu mempengaruhi perusahaan untuk menurunkan harga produk, meningkatkan mutu dan servis, serta mengadu perusahaan dengan kompetitornya. Beberapa kondisi yang mungkin dihadapi sehubungan dengan adanya kekuatan ini antara lain adalah:

- Banyak terdapat penjual (*numbers of buyers relative to sellers*)
- Sifat produk tidak diferensiasi (*product differentiation*)
- Biaya peralihan yang rendah (*switching costs to use other product*)

- Produk perusahaan tidak terlalu penting bagi pembeli, sehingga pembeli dengan mudah mencari substitusinya (*importance of product to the buyer*)
- Ancaman *backward integration* oleh pembeli, yaitu pembeli memperoleh pemasok bahan baku, atau mendirikan fasilitas sendiri untuk menjamin pasokan yang lebih bisa diandalkan dan lebih hemat biaya (*cost-effective*).
- Banyaknya jumlah pembelian (*buyers' volume*)

Ancaman produk substitusi (*threat of substitute products*). Produk substitusi tidak selalu diartikan sebagai produk atau jasa/servis yang memiliki bentuk yang sama, namun yang utama adalah memiliki fungsi dan harga yang sama dengan produk yang ada. Dalam beberapa kasus, ancaman produk substitusi tidak dalam bentuk beralihnya konsumen ke produk substitusi melainkan dalam bentuk penggunaan teknologi yang memungkinkan konsumen untuk tidak menggunakan produk yang ada.

Selain itu, ancaman produk substitusi relatif tergantung pada kinerja dan harga dari produk kompetitor serta keinginan konsumen untuk beralih ke produk substitusi dari produk sebelumnya.

Tidak hanya dengan kompetitor, perusahaan juga bersaing dengan perusahaan produk pengganti. Ancaman produk substitusi dikatakan kuat apabila konsumen dihadapkan pada *switching cost* yang rendah dan, dengan kualitas yang sama, harga produk substitusi lebih murah.

2.3.1.3. Analisis Perusahaan

Analisis perusahaan diperlukan untuk menilai posisi dan kinerja perusahaan dalam industri tersebut. Hal itu dapat dilakukan dengan menganalisis laporan-laporan yang dihasilkan oleh perusahaan tersebut, terutama laporan keuangannya. Karena, nilai suatu perusahaan dipengaruhi oleh kemampuannya dalam menghasilkan *cash flow* (arus kas) selama jangka waktu tertentu di masa yang akan datang. Lebih lanjut, kemampuan sebuah perusahaan dalam menghasilkan *cash flow*-nya dipengaruhi oleh pertumbuhan (*growth*) usaha dan hasil investasi yang dilakukan oleh perusahaan. Oleh karena itu dalam menganalisis suatu perusahaan, menggunakan teknik analisis laporan keuangan, berarti harus melakukan analisis

rasio, estimasi *discount rate* (tingkat diskonto), membuat proyeksi keuangan, dan mem-*present value*-kan proyeksi tersebut untuk mendapatkan nilai intrinsik perusahaan.

a. Analisis rasio

Analisis rasio merupakan analisis yang menggunakan angka hasil perbandingan dari satu pos laporan keuangan dengan pos lainnya yang mempunyai hubungan yang relevan dan signifikan, seperti: hutang dengan modal, laba dengan penjualan, dan sebagainya. Salah satu model yang biasa digunakan dalam analisis rasio adalah DuPont Model.

Model ini menghubungkan antara tingkat profitabilitas dan manajemen aset dengan menggunakan *Return on Assets* (ROA) yang kemudian dimodifikasi menjadi *Return on Equity* (ROE). Model ROE ini mempunyai cakupan yang lebih luas yaitu meliputi operasional, investasi, kebijakan pendanaan perusahaan.

$$\text{ROA} = \text{Net Profit Margin} \times \text{Asset Turnover} \quad (2.1)$$

$$\text{ROE} = \text{ROA} \times \text{Financial Leverage} \quad (2.2)$$

$$\text{ROE} = (\text{NPM} \times \text{Asset Turnover}) \times \text{Financial Leverage} \quad (2.3)$$

Berdasarkan rumus diatas, berikut ini akan dibahas komponen utama yang mempengaruhi ROE model tersebut untuk melihat kinerja perusahaan secara umum, antara lain:

Net Profit Margin. Angka ini menunjukkan berapa besar persentase pendapatan bersih yang diperoleh dari setiap penjualan. Semakin besar rasio ini menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba semakin tinggi.

$$\text{Net Profit Margin} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Sales}} \quad (2.4)$$

Total Assets Turnover. Rasio ini mengukur tingkat efisiensi perusahaan dalam menggunakan total aktiva yang dimilikinya untuk menghasilkan penjualan. Semakin tinggi angka yang didapatkan semakin baik efisiensi perusahaan dalam pengelolaan aktiva yang digunakan dalam menghasilkan pendapatan.

$$\text{Total Assets Turnover} = \frac{\text{Sales}}{\text{Average Total Assets}} \quad (2.5)$$

Financial Leverage. *Financial leverage* terkait kebijakan pendanaan perusahaan karena merupakan nilai yang menunjukkan seberapa besar penggunaan modal ekuitas dalam membiayai asetnya. *Financial leverage* juga termasuk dalam analisis terhadap likuiditas dan struktur modal dan solvabilitas. Masing-masing dapat ditunjukkan dengan rasio likuiditas dan rasio solvabilitas

Rasio likuiditas menggambarkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban-kewajiban lancar jangka pendeknya. Rasio ini dihitung berdasarkan komponen dari modal kerja, yaitu aktiva lancar dan hutang lancar.

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{Current Assets}}{\text{Current Liabilities}} \quad (2.6)$$

Sedangkan rasio solvabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan dalam membayar kewajiban jangka panjang atau kewajiban lainnya apabila perusahaan dilikuidasi. Rasio ini biasanya dihitung dari pos-pos yang sifatnya jangka panjang seperti hutang jangka panjang.

b. Estimasi tingkat diskonto (*discount rate*)

Kreditur dan pemegang saham sama-sama mengharapkan kompensasi berupa imbal balik atas kegiatan menunda konsumsi uang atau hal lainnya di masa kini, dan atau biaya kesempatan yang hilang (*opportunity cost*) dari investasi yang mereka tanamkan pada suatu perusahaan diantara perusahaan-perusahaan lainnya. Estimasi *discount rate* merupakan salah satu tahap yang penting dalam melakukan valuasi, karena menggambarkan resiko dari arus kas masa depan yang akan didiskontokan.

Discount rate, yang dipergunakan dalam proses mem-*present value*-kan arus kas yang diharapkan, merupakan dasar pertimbangan investor dalam menentukan pilihan investasinya. Oleh karena itu pemilihan *discount rate* harus sesuai dengan jenis kas masa depan yang akan digunakan untuk didiskon ke nilai sekarang. Bila kita melakukan diskonto atas arus kas masa depan untuk ekuitas,

maka *discount rate* yang digunakan adalah *cost of equity*. Sedangkan bila kita melakukan diskonto atas arus kas masa depan untuk perusahaan, maka *discount rate* yang digunakan adalah *cost of capital*.

Prinsip yang paling penting dalam melakukan estimasi *discount rate* adalah harus konsisten dengan keseluruhan valuasi yang dilakukan dan juga memperhitungkan level resiko. Semakin tinggi resiko yang dihadapi oleh perusahaan maka valuasi juga harus disesuaikan dengan *discount rate* yang tinggi. Berikut ini akan kita lihat bagaimana kita melakukan estimasi *discount rate*.

Cost of equity. *Cost of equity* adalah tingkat pengembalian yang investor inginkan dalam melakukan investasi ekuitas pada suatu perusahaan. Ada dua pendekatan utama dalam mengestimasi *cost of equity*. Yang pertama adalah menggunakan *risk and return model*, dan yang kedua adalah dengan menggunakan *dividend growth model* (Damodaran, 1996).

Risk and return model yang paling luas digunakan adalah *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). CAPM hanya mengukur resiko yang tidak dapat dihilangkan (*nondiversifiable risk*) dengan mendiversifikasi portfolio saja, dan menghubungkan pengembalian yang diharapkan (*expected return*) dengan resiko tersebut. *Nondiversifiable risk* dari setiap *asset* diukur dengan membagi *covarians asset individual* dengan portfolio pasar dengan *varians pasar*. Hasil perhitungan standar tersebut dikenal dengan sebutan *beta*. Dengan mengetahui *beta*, kita dapat menghitung *expected return* investor yang sekaligus merupakan *cost of equity* dari perusahaan. *Expected return* investor dihitung dengan rumus:

$$k_e = R_f + \beta (R_m - R_f) \quad (2.7)$$

Dimana:

R_f = *riskfree rate*

$R_m - R_f$ = *market risk premium*

β = *beta perusahaan*

Ada beberapa hal penting dalam melakukan perhitungan menggunakan CAPM, yaitu bagaimana menghitung *risk premium* yang akan digunakan dalam perhitungan *expected return on market index*, serta berapa sebenarnya *risk free rate* dan *beta* yang tepat untuk digunakan dalam model.

- Perhitungan *risk premium* yang digunakan dalam CAPM dilakukan dengan menggunakan data historis, dan premium didefinisikan sebagai perbedaan antara tingkat pengembalian rata-rata atas saham dan tingkat pengembalian rata-rata atas *risk free securities* dalam beberapa periode waktu.

Risk free rate yang digunakan dalam perhitungan *risk premium* harus konsisten dengan *risk free rate* yang digunakan dalam mencari *cost of equity*.

Ada tiga hal penting dalam menentukan ukuran premium, yaitu: (i) Varians dalam ekonomi. *Risk premium* akan lebih besar dalam ekonomi yang lebih *volatile*. Jadi, premium untuk pasar yang sedang tumbuh, dengan pertumbuhan yang lebih tinggi, ekonomi yang beresiko lebih tinggi, akan lebih besar dari premium untuk pasar yang telah maju. (ii) Resiko politik. *Risk premium* akan lebih besar dalam pasar yang memiliki potensi untuk terkena instabilitas politik yang juga berarti instabilitas ekonomi. (iii) Struktur pasar. Ada beberapa pasar di mana *risk premium* untuk berinvestasi dalam saham akan lebih rendah karena perusahaan yang tercatat pada bursa efek merupakan perusahaan besar, terdiversifikasi, dan stabil. Secara umum, semakin kecil dan semakin beresiko suatu perusahaan yang tercatat di bursa efek, *risk premium* rata-rata untuk berinvestasi di saham akan meningkat.

Untuk *beta*, *beta* perusahaan ditentukan oleh tiga variabel yaitu (Damodaran, 1996):

- (i) Jenis usaha di mana perusahaan beroperasi. Karena *beta* mengukur resiko perusahaan secara relatif terhadap indeks pasar, semakin sensitif suatu jenis usaha terhadap kondisi pasar, semakin tinggi pula *betanya*. Perusahaan yang siklikal diharapkan akan memiliki *beta* yang lebih tinggi dibanding perusahaan yang nonsiklikal, dengan asumsi faktor-faktor lainnya dianggap sama.

- (ii) Tingkat *operating leverage* suatu perusahaan. Tingkat *operating leverage* merupakan fungsi struktur biaya perusahaan dan biasanya didefinisikan dalam bentuk hubungan antara *fixed cost* dan *total cost*. Suatu perusahaan yang memiliki *operating leverage* yang tinggi, yaitu yang memiliki *fixed cost* yang tinggi relatif terhadap *total cost*, akan memiliki variabilitas dalam laba sebelum bunga dan pajak dibanding dengan suatu perusahaan yang memproduksi produk yang sama dengan *operating leverage* yang rendah. Semakin tinggi varians dalam laba operasi akan menyebabkan *beta* yang lebih tinggi untuk perusahaan yang memiliki *operating leverage* yang tinggi, dengan asumsi faktor-faktor lainnya dianggap sama.
- (iii) Tingkat *financial leverage* suatu perusahaan. Dengan asumsi faktor-faktor lainnya dianggap sama, peningkatan dalam *financial leverage* akan meningkatkan *beta* ekuitas dari perusahaan. Secara logika dapat disimpulkan bahwa pembayaran bunga hutang akan meningkatkan varians dari pendapatan bersih perusahaan, yaitu bila *financial leveragenya* lebih tinggi maka pendapatan akan meningkat selama kondisi ekonomi baik dan pendapatan akan menurun selama kondisi ekonomi buruk.

c. Membuat proyeksi keuangan

Setelah menyelesaikan *top down analysis* secara komprehensif, dari analisis tersebut, kemudian dilanjutkan dengan pembuatan-asumsi-asumsi yang dapat digunakan untuk membuat proyeksi keuangan. Asumsi-asumsi yang dibutuhkan, dibuat dengan melihat kinerja keuangan perusahaan di masa lalu.

- Teknik *forecasting*. *Forecasting* adalah seni dari proyeksi kebutuhan *cash* suatu perusahaan pada suatu titik di masa yang akan datang. Kebutuhan ini dapat berupa tenaga kerja manusia dan teknologi, kebutuhan ruang tambahan untuk ekspansi, dan peningkatan *overhead* berkaitan dengan inflasi. Kita bisa saja meramalkan (melakukan *forecasting*) *free cash flow* secara langsung tanpa melihat neraca dan laporan laba rugi secara keseluruhan, namun hal ini tidak disarankan karena bila kita tidak membuat proyeksi

neraca maka akibatnya kita tidak akan mengerti bagaimana proyeksi itu dihasilkan secara komprehensif. Dalam membuat proyeksi neraca, diperlukan neraca dan rasio-rasio historis yang mendukung. Neraca tersebut dapat membantu mengidentifikasi implikasi keuangan dari proyeksi yang ada dan menunjukkan berapa banyak modal harus didapat serta bagaimana kelebihan kas akan tersedia.

Pendekatan yang paling sering digunakan dalam meramalkan laporan laba rugi dan neraca untuk perusahaan non-keuangan adalah peramalan yang dipicu oleh permintaan (*demand-driven forecast*). *Demand-driven forecast* diawali dengan penjualan. Hampir semua variabel-variabel lain diturunkan dari peramalan penjualan. Peramalan tersebut dilakukan dengan membuat peramalan penjualan yang harus didasarkan pada pertumbuhan volume penjualan serta perubahan harga jual produk; meramalkan pos-pos operasional – seperti beban operasi, modal kerja, dan aktiva tetap – dengan menghubungkan mereka dengan penjualan; meramalkan aktivitas non-operasional – seperti penyertaan saham, serta beban bunga dan pendapatan bunga; meramalkan pos ekuitas dengan perhitungan ekuitas akhir tahun lalu ditambah pendapatan bersih dan pengeluaran saham baru, dikurangi dengan dividen dan pembelian kembali saham; dan menggunakan pos kas atau hutang untuk menyeimbangkan saldo neraca.

- Proforma. Proyeksi keuangan merupakan salah satu bagian dari proses perencanaan bisnis, dimana posisi aktivitas perusahaan berdiri relatif terhadap kondisi ekonomi, kompetisi, teknikal dan lingkungan sosial. Ada tiga teknik dalam membuat proyeksi keuangan, yaitu: *proforma financial statement*, *cash budget*, dan *operating budget*.

Pengerjaan proyeksi keuangan (*proforma financial statement*) yang prosesnya dimulai dengan membuat *sales forecast* untuk lima tahun atau lebih kedepan berdasarkan data historis lima hingga sepuluh tahun kebelakang, merupakan teknik yang paling sering digunakan. *Proforma statement* merupakan proyeksi keuangan yang merepresentasikan sejumlah set dari asumsi tentang performa masa depan perusahaan dan kebutuhan pendanaannya. *Proforma* dimulai dari laporan laba-rugi kemudian

dilanjutkan dengan neraca, yang diestimasi dengan menggunakan garis perubahan yang terjadi pada tahun-tahun sebelumnya. Penggunaan garis perubahan sebagai dasar estimasi dilakukan apabila informasi yang mendukung (seperti rencana pengembangan perusahaan) tidak tersedia, sehingga analis dapat menggunakan prediksinya sendiri. Terdapat lima tahap utama dalam penyiapan *proforma*, yaitu (Higgins, 2002): memprediksi pendapatan perusahaan, memprediksi biaya operasi, memprediksi perubahan dan komposisi total aset pada neraca, memprediksi ekuitas dan pendanaan perusahaan, dan melengkapi *proforma* dengan memprediksi biaya bunga dan pajak pendapatan. Setelah selesai melakukan *forecasting* dan atau *proforma* laporan keuangan, langkah selanjutnya adalah menggunakan metode *valuation* untuk mencari nilai wajar dari perusahaan tersebut.

2.3.2. Pendekatan Valuasi

Pada pembahasan tesis ini, akan dilakukan dua model valuasi atau penilaian perusahaan yaitu: *discounted cash flow* dan *relative valuation*.

2.3.2.1. Discounted Cash Flow (DCF)

Pendekatan *discounted cash flow* (DCF) merupakan model yang paling sering digunakan karena menjadi dasar dari model-model *valuation* yang lain. Model ini menyatakan bahwa nilai suatu aset merupakan *present value* dari ekspektasi *cash flow* yang akan dihasilkan di masa depan pada tingkat suku bunga diskonto tertentu.

$$\text{Value} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{CF}_t}{(1+r)^t} \quad (2.8)$$

Dimana:

n = usia aset

CF_t = *cash flow* pada periode t

r = suku bunga diskonto

Penggunaan suku bunga diskonto menggambarkan risiko yang terkait dengan besar kecilnya estimasi *cash flow* yang akan diterima. Semakin tinggi risiko yang terkait dengan suatu aset, semakin tinggi pula suku bunga yang digunakan, dan juga sebaliknya. Model DCF sendiri memiliki tiga macam pendekatan valuasi sesuai dengan kebutuhannya masing-masing, seperti: *dividend discount model* (DDM), *free cash flow to equity* (FCFE) dan *free cash flow to the firm* (FCFF). Semua pendekatan valuasi dengan DCF dapat dibagi dalam beberapa model pertumbuhan, yaitu pertumbuhan stabil untuk selamanya (*one-stage model*), pertumbuhan dua tahap (*two-stage model*), dan pertumbuhan tiga tahap (*threestage model*).

Pendekatan *Free Cash Flow to Equity* (FCFE) menyatakan bahwa indikator yang lebih akurat dalam menghitung *cash flow* yang diterima oleh pemegang saham adalah *free cash flow to equity*. Hal ini karena sebagian besar pemegang saham tidak akan pernah mengetahui apakah dividen yang diterimanya telah mencerminkan kemampuan perusahaan yang sesungguhnya.

Hasil perhitungan valuasi antara pendekatan ini dengan DDM akan berbeda apabila tidak seluruh FCFE dibayarkan sebagai dividen. *Free cash flow to equity* merupakan kas yang tersedia untuk pemegang saham setelah perusahaan memenuhi seluruh *capital expenditure*, modal kerjanya dan kewajiban hutangnya.

FCFE juga sangat tergantung dengan pertumbuhan perusahaan. Estimasi pertumbuhan pendapatan perusahaan merupakan fungsi dari besarnya *cash flow* yang ditanamkan kembali ke dalam perusahaan dan *return on equity* perusahaan tersebut.

One-stage FCFE model:

$$\begin{aligned} \text{FCFE} = & \text{Net Income} - (\text{Capital Expenditures} - \text{Depreciation}) - \\ & (\text{Change in noncash working capital}) + \\ & (\text{New debt issued} - \text{Debt repayment}) \end{aligned} \quad (2.9)$$

Two-stage FCFE model:

$$\begin{aligned} \text{Value per share} = & \text{PV of FCFE during high growth period} + \\ & \text{Terminal price} / (1+K_e)^n \end{aligned} \quad (2.10)$$

2.3.2.2. *Relative Valuation*

Asumsi utama yang digunakan dalam *relative valuation* adalah nilai aset yang akan dinilai cenderung sama dengan aset-aset yang memiliki karakteristik yang sama di pasar, yang mana aset-aset tersebut secara rata-rata juga telah dihargai secara wajar oleh mekanisme pasar. Oleh karena itu, model *relative valuation* menilai suatu aset ditentukan berdasarkan perbandingan dengan aset-aset lain yang sejenis. Perbandingan dilakukan terhadap beberapa variabel standar seperti pendapatan, laba bersih, *cash flow*, dan nilai buku pada perusahaan-perusahaan pembanding (*comparable companies*). Variabel perbandingan yang akan digunakan dalam tesis ini adalah *price to earnings ratio* (P/ER).

Relative valuation banyak digunakan karena beberapa alasan. Pertama, penilaian yang didasarkan pada perbandingan variabel sejumlah perusahaan pembanding, dapat diselesaikan dengan sedikit asumsi dan lebih cepat dari penilaian *discounted cash flow* (DCF). Kedua, *relative valuation* lebih sederhana untuk memahami dan lebih mudah untuk disajikan kepada klien dan pelanggan dari valuasi DCF. Ketiga, *relative valuation* jauh lebih mungkin untuk mencerminkan suasana hati pasar saat ini, karena merupakan upaya untuk mengukur relative dan bukan nilai intrinsik. Bahkan pada umumnya, hasil akhir *relative valuation* akan menghasilkan nilai yang lebih mirip dengan harga pasar daripada hasil penilaian melalui model DCF.

Keunggulan *relative valuation*, juga, merupakan kelemahannya. Pertama, keunggulan *relative valuation* yang dapat menggabungkan, penggunaan beberapa variabel perbandingan dan sejumlah perusahaan pembanding, dapat menghasilkan nilai akhir yang tidak konsisten karena mengabaikan variabel-variabel kunci seperti resiko (*risk*), pertumbuhan, (*growth*) atau bahkan arus kas (*cash flow*). Kedua, fakta bahwa variabel pembanding mencerminkan suasana pasar juga menunjukkan bahwa penggunaan *relative valuation* untuk menilai suatu aset dapat menghasilkan penilaian yang terlalu tinggi atau terlalu rendah ketika pasar *overvalued* atau *undervalued* perusahaan-perusahaan pembanding. Ketiga, hasil yang bias pada setiap jenis penilaian akan menjadi lebih buruk ketika tidak adanya transparansi mengenai perbandingan variabel yang mendasari *relative valuation* membuat hasil dari *relative valuation* rentan untuk dimanipulasi. Seorang analis bias, yang diizinkan untuk

memilih variabel yang akan digunakan sebagai perbandingan dalam penilaian dan memilih perusahaan-perusahaan mana saja yang akan digunakan sebagai pembanding, dapat memastikan kebenaran atas hampir semua hasil penilaian.

Meski demikian, untuk mengontrol perbedaan-perbedaan yang mungkin timbul antar perusahaan-perusahaan yang dijadikan sebagai pembanding dapat dilakukan dengan cara *subjective adjustment*, *sector regression*, dan *modified multiples*. P/ER adalah harga pasar suatu saham dibagi dengan EPS-nya. Rasio ini menghitung kemampuan perusahaan menghasilkan laba. Semakin kecil PER saham suatu perusahaan akan semakin baik untuk dibeli, karena itu berarti kinerja perusahaan dalam menghasilkan laba makin bagus. Dalam pendekatan ini, P/ER dari perusahaan yang dianalisis akan dibandingkan dengan P/ER dari perusahaan lain yang sejenis. Bila nilai P/ER perusahaan tersebut masih rendah dan lebih kecil dibandingkan perusahaan lain yang sejenis maka dapat dikatakan perusahaan tersebut *undervalued* dan menjadi pilihan investasi yang menarik.

Namun pendekatan ini tetap memiliki kelemahan, dimana walaupun perbandingan dilakukan terhadap perusahaan-perusahaan dari industri yang sama, tiap-tiap perusahaan memiliki perbedaan-perbedaan yang mendasar yang membuat mereka unik satu dengan yang lainnya. Akibatnya, menggunakan pendekatan P/ER tanpa mengetahui karakteristik dari masing-masing perusahaan yang dibandingkan bisa memberikan hasil yang kurang tepat.

$$\text{P/ER} = \text{Harga saham} / \text{EPS} \quad (2.11)$$