



UNIVERSITAS INDONESIA

**PENILAIAN DENGAN MENGGUNAKAN METODE
*DIVIDEND DISCOUNT MODEL DAN FREE CASH FLOW TO
EQUITY (STUDI KASUS PT. XYZ)***

TESIS

**THERESIA DEWI ANGGRAINI
0906499524**

**FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN .
JAKARTA
DESEMBER 2010**



UNIVERSITAS INDONESIA

**PENILAIAN DENGAN MENGGUNAKAN METODE
DIVIDEND DISCOUNT MODEL DAN *FREE CASH FLOW TO
EQUITY* (STUDI KASUS PT. XYZ)**

TESIS

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

**THERESIA DEWI ANGGRAINI
0906499524**

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

HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

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

Nama : Theresia Dewi Angrraini

NPM : 0906499524

Tanda Tangan : 

Tanggal : 27 Desember 2010

HALAMAN PENGESAHAN

Tesis ini diajukan oleh:

Nama : Theresia Dewi Anggraini
NPM : 0906499524
Program Studi : Magister Manajemen
Judul : Penilaian dengan menggunakan metode *Dividend Discount Model* dan *Free Cash Flow to Equity* (Studi Kasus PT. XYZ).

Telah berhasil dipertahankan di hadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian dari persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Magister Manajemen pada program Studi Magister Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.

DEWAN PENGUJI

Pembimbing : Eko Rizkianto, M.E.



(.....)

Penguji : Rofikoh Rokhim, Ph.D.



(.....)

Penguji : Imo Gandakusuma, M.B.A.



(.....)

Ditetapkan di : Jakarta

Tanggal : 27 Desember 2010

KATA PENGANTAR

Puji syukur Penulis panjatkan kepada Tuhan Yang Maha Esa, karena atas berkat dan rahmat-Nya, Penulis dapat menyelesaikan karya akhir ini. Penulisan karya akhir ini dilakukan dalam rangka memenuhi salah satu syarat untuk mencapai gelar Magister Manajemen pada Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.

Penulis menyadari bahwa tanpa bantuan dan bimbingan dari berbagai pihak maka akan sulit bagi Penulis untuk menyelesaikan studi dan karya akhir ini.

Oleh karena itu, Penulis mengucapkan terima kasih yang tak terhingga kepada:

- (1) Bapak Prof. Rhenald Kasali, Ph.D., sebagai ketua Program Studi Magister Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia
- (2) Bapak Eko Rizkianto, M.E., sebagai Dosen Pembimbing karya akhir yang telah membimbing Penulis dengan sabar dan penuh perhatian.
- (3) Ibu Rofikoh Rokhim, Ph.D. dan Bapak Imo Gandakusuma, M.B.A., sebagai Dosen Penguji yang telah memberikan saran dan masukan kepada Penulis untuk perbaikan karya akhir ini.
- (4) Ibu Elevita Yulianti, M.S.M., sebagai editor karya akhir ini.
- (5) Bapak Djendratna B. Tedjaseputra (*Director of Treasury* PT. Indomobil Sukses Internasional, Tbk.) yang telah memberikan dukungan dan kesempatan kepada Penulis untuk melakukan penelitian di Nissan.
- (6) Sdri. Hanny Widjaja, S.E., dan Sdr. Bimo Ario Widayanto, S.E. (rekan-rekan Nissan MT. Haryono) yang telah memberikan dukungan dan membantu menyediakan data-data yang diperlukan Penulis dalam penulisan karya akhir ini.
- (7) Bapak dan Ibu Dosen yang telah membimbing Penulis semasa menuntut ilmu di Magister Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.

- (8) Teman-teman kuliah khususnya dari kelas B.091 yang telah memberikan persahabatan, kerja sama, semangat dan dukungan dalam berbagai bentuk.
- (9) Staff Administrasi Pendidikan dan Staff Perpustakaan Magister Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia yang telah memberikan pelayanan dan dukungan kepada mahasiswa pada umumnya dan kepada Penulis pada khususnya.
- (10) Keluarga inti Penulis yaitu Rico Lesmana, M.Si., Teresa Trinity Lesmana (6,5) dan Peter Putra Lesmana (5,5), yang telah memberikan kesempatan dan dukungan.
- (11) Papa, Mama, adik-adik dan saudara-saudara, yang telah memberikan dukungan.
- (12) Teman-teman dan berbagai pihak yang tidak dapat disebutkan satu persatu yang memberikan dukungan dan semangat dalam menyelesaikan studi dan karya akhir ini.

Jakarta, 27 Desember 2010

Penulis

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

Sebagai civitas akademik Universitas Indonesia, saya yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Theresia Dewi Anggraini

NPM : 0906499524

Program Studi : Magister Manajemen

Departemen : Manajemen

Fakultas : Ekonomi

Jenis Karya : Tesis

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:

PENILAIAN DENGAN MENGGUNAKAN METODE *DIVIDEND*

DISCOUNT MODEL DAN FREE CASH FLOW TO EQUITY

(STUDI KASUS PT. XYZ)

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 memublikasikan tugas akhir saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/ pencipta dan sebagai pemilik Hak Cipta.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Jakarta

Pada tanggal : 27 Desember 2010

Yang menyatakan,



(Theresia Dewi Anggraini)

ABSTRAK

Nama : Theresia Dewi Anggraini
Program Studi : Manajemen Keuangan
Judul : Penilaian Dengan Menggunakan Metode *Dividend Discount Model* dan *Free Cash Flow to Equity* (Studi Kasus PT. XYZ)

PT. XYZ adalah sebuah dealer mobil yang merupakan *joint dealer* antara Indomobil Group (51,00%) dan *partner* lokal (49,00%). Indomobil Group membeli 49,00% saham *partner* lokal pada September 2009 dengan harga Rp 6,90 milyar. Tesis ini menghitung nilai intrinsik PT. XYZ dan menganalisa kewajaran nilai yang dibayarkan oleh Indomobil Group. Penilaian dilakukan dengan menggunakan metode *Dividend Discount Model* dan *Free Cash Flow to Equity*. Dari hasil penilaian, dengan tingkat diskonto sebesar 19,69%, didapatkan nilai intrinsik PT. XYZ berkisar antara Rp 6,99 milyar – Rp 14,25 milyar. Nilai wajar untuk mengakuisisi 49,00% saham PT. XYZ adalah berkisar antara Rp 3,43 milyar – Rp 6,98 milyar. Disimpulkan bahwa nilai yang dibayarkan oleh Indomobil Group masih wajar, akan tetapi Indomobil Group harus menjaga agar kinerja PT. XYZ di masa depan dapat sesuai harapan.

Kata Kunci: Penilaian, *Dividend Discount Model*, *Free Cash Flow to Equity*

ABSTRACT

Name : Theresia Dewi Anggraini
Study Program : Financial Management
Title : Valuation Using The *Dividend Discount Model* and *Free Cash Flow to Equity Method* (Case Study PT. XYZ)

PT. XYZ is a car dealer which is a joint dealer between Indomobil Group (51.00%) and local partner (49.00%). On September 2010, Indomobil Group bought the local partner's shares for Rp 6.90 billion. This thesis calculates the intrinsic value of PT. XYZ and analyzes the fairness of the amount paid by Indomobil Group. The valuation was done with the *Dividend Discount Model* and the *Free Cash Flow to Equity Method*. Based on the calculation, using the discount rate of 19.69%, the intrinsic value of PT XYZ ranges between Rp 6.99 billion – Rp 14.25 billion. The fair value to acquire the 49.00% shares of PT. XYZ lies between Rp 3.43 billion – Rp 6.98 billion. It is concluded that the amount paid by Indomobil Group is still fair, but Indomobil Group should ensure that PT. XYZ will perform as expected in the future.

Key Words: Valuation, *Dividend Discount Model*, *Free Cash Flow to Equity*

DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN JUDUL.....	i
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS	ii
HALAMAN PENGESAHAN	iii
KATA PENGANTAR	iv
HALAMAN PERSETUJUAN PUBLIKASI KARYA ILMIAH	vi
ABSTRAK.....	vii
DAFTAR ISI.....	viii
DAFTAR RUMUS.....	x
DAFTAR GAMBAR	xi
DAFTAR TABEL.....	xii
DAFTAR LAMPIRAN.....	xiii
BAB 1 PENDAHULUAN	
1.1. Latar Belakang	1
1.2. Identifikasi Masalah	2
1.3. Tujuan Penelitian	2
1.4. Ruang Lingkup Penelitian	2
1.5. Metode Penelitian	3
1.6. Sistematika Penulisan.....	7
BAB 2 LANDASAN TEORI	
2.1 Kondisi Makro dan Industri.....	9
2.2 Risiko dan Imbal Hasil	11
2.3 <i>Capital Asset Pricing Model (CAPM)</i>	15
2.4 Estimasi Arus Kas	16
2.5 Estimasi Pertumbuhan	19
2.6 Estimasi Nilai Terminal.....	20
2.7 Analisis Sensitivitas.....	22
2.8 <i>Dividend Discount Model (DDM)</i>	22
2.9 <i>Free Cash Flow to Equity (FCFE)</i>	24
2.10 Perbedaan Antara <i>DDM</i> dan <i>FCFE</i>	27
2.11 Faktor yang Menyebabkan Perusahaan Membagikan Dividen Lebih Sedikit Daripada yang Mampu Dibayarkan	27
2.12 Studi Mengenai <i>DDM</i> dan <i>GGM</i>	29
2.13 Kritik Mengenai Metode Penilaian dengan Menggunakan <i>FCFE</i>	29
2.14 Metode Penilaian Lain – Penilaian Berdasarkan Perbandingan	30
2.15 Studi Mengenai Penentuan Nilai Intrinsik yang Sudah Pernah Dilakukan sebelumnya	31
BAB 3 INDUSTRI DAN PERUSAHAAN	
3.1 Gambaran Industri Otomotif Indonesia 1997 - 2009.....	32
3.2 Analisis <i>Five Forces Model of Competition</i>	33
3.3 Harga Minyak Mentah Dunia.....	35

3.4	Proyeksi Industri Otomotif Indonesia 2010 - 2015	36
3.5	Nissan Secara Global.....	38
3.6	Telaah Umum Nissan <i>Dealer</i> di Indonesia.....	38
3.7	Pendapatan dan Biaya Operasional <i>Dealer</i>	39
3.8	Proyeksi Nissan ke Depan	40
BAB 4	ANALISIS DAN PEMBAHASAN	
4.1	Hasil Regresi Model Indeks Tunggal	42
4.2	Biaya Ekuitas	46
4.3	Proyeksi 2010 – 2015 dan Nilai Terminal.....	47
4.4	Proyeksi Penjualan dan Laba Setelah Pajak Tahunan 2010 – 2015	47
4.5	<i>Dividend Discount Model (DDM)</i>	49
4.6	<i>Free Cash Flow to Equity (FCFE)</i>	54
4.7	Proyeksi PT. XYZ	58
4.8	Kinerja PT. XYZ Periode 1 Januari – 30 September 2010	63
4.9	Catatan Mengenai Asumsi.....	63
BAB 5	KESIMPULAN DAN SARAN	
5.1	Kesimpulan.....	65
5.2	Saran	66
	Daftar Pustaka	67
	Lampiran	69

DAFTAR RUMUS

	Halaman
Rumus 2.1. Beta Aset.....	12
Rumus 2.2. Model Regresi Indeks Tunggal.....	13
Rumus 2.3. Selisih Imbal Hasil Aset dan Imbal Hasil Bebas Risiko.....	13
Rumus 2.4. Selisih Imbal Hasil Pasar dan Imbal Hasil Bebas Risiko.....	13
Rumus 2.5. <i>Expected Holding Period Return</i>	15
Rumus 2.6. <i>Expected Dividend Yield</i>	15
Rumus 2.7. <i>Expected Capital Gain/Loss</i>	15
Rumus 2.8. Rata-rata Imbal Hasil Secara Aritmatik.....	15
Rumus 2.9. Rata-rata Imbal Hasil Secara Geometrik.....	15
Rumus 2.10. <i>Risk and Return Model (CAPM)</i>	16
Rumus 2.11. Estimasi Arus Kas.....	17
Rumus 2.12. Arus Kas Operasi (Pendekatan dari Bawah ke Atas).....	17
Rumus 2.13. Arus Kas Operasi (Pendekatan dari Atas ke Bawah).....	17
Rumus 2.14. Arus Kas Operasi (Pendekatan Manfaat Pajak).....	18
Rumus 2.15. Pertumbuhan.....	20
Rumus 2.16. Tingkat Retensi.....	20
Rumus 2.17. <i>ROE</i>	20
Rumus 2.18. Nilai Likuidasi Berdasarkan Nilai Buku Aset.....	21
Rumus 2.19. Nilai Likuidasi Berdasarkan Arus Kas.....	21
Rumus 2.20. Nilai Terminal Berdasarkan Pertumbuhan Stabil.....	22
Rumus 2.21. Nilai Aset Menggunakan <i>Dividend Discount Model</i>	22
Rumus 2.22. Nilai Aset Menggunakan <i>Gordon Growth Model</i>	23
Rumus 2.23. Nilai Aset Menggunakan Dua Tahapan <i>DDM</i>	23
Rumus 2.24. Nilai Perusahaan Saat Memasuki Tahap Stabil Berdasarkan <i>DDM</i>	23
Rumus 2.25. Nilai Aset Menggunakan Tiga Tahapan <i>DDM</i>	24
Rumus 2.26. Arus Kas Menggunakan Metode <i>FCFE</i>	25
Rumus 2.27. Nilai Aset Menggunakan Metode <i>FCFE</i>	25
Rumus 2.28. Nilai Aset Menggunakan Dua Tahapan <i>FCFE</i>	26
Rumus 2.29. Nilai pada Saat Akhir dari Masa Pertumbuhan Tinggi.....	26
Rumus 2.30. Nilai Aset Menggunakan Tiga Tahapan <i>FCFE</i>	26

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 3.1. Data Penjualan Mobil 1997 - 2009	32
Gambar 3.2. Harga Rata-Rata Minyak Mentah Dunia (1997 - Mei 2010).....	36
Gambar 3.3. Proyeksi Penjualan Mobil 2010 - 2015.....	38



DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 3.1. Sepuluh Besar Penjualan Mobil Nasional 2008 s/d Sept 2010.....	34
Tabel 3.2. Pertumbuhan PDB Riil (<i>Riil GDP Growth</i>).....	37
Tabel 4.1. Koefisien Korelasi, Koefisien Determinasi dan Standar Error	43
Tabel 4.2. Koefisien <i>Intercept</i> , t-Stat dan p- <i>Value</i>	44
Tabel 4.3. Koefisien Premi Risiko Pasar, t-Stat dan p- <i>Value</i>	45
Tabel 4.4. Proyeksi Penjualan Tahunan dalam Unit.....	48
Tabel 4.5. Proyeksi Penjualan dan Laba Setelah Pajak dalam Rupiah	49
Tabel 4.6. Proyeksi <i>Growth</i> Tahun 2010 – 2015	52
Tabel 4.7. Proyeksi Nilai Terminal	53
Tabel 4.8. Nilai Perusahaan Menurut <i>DDM</i>	53
Tabel 4.9. Data Historis Penambahan Aktiva Tetap dan Biaya Depresiasi Tahunan.....	54
Tabel 4.10. Data Historis Penambahan Modal Kerja Tahunan.....	55
Tabel 4.11. Nilai Perusahaan Menurut <i>FCFE</i>	57
Tabel 4.12. Proyeksi Penjualan dan Laba Setelah Pajak PT. XYZ	58
Tabel 4.13. Proyeksi <i>Growth</i> Tahun 2010 – 2015 PT. XYZ	60
Tabel 4.14. Proyeksi Nilai Terminal PT. XYZ	61
Tabel 4.15. Nilai PT. XYZ menurut <i>DDM</i>	61
Tabel 4.16. Nilai PT. XYZ menurut <i>FCFE</i>	62
Tabel 4.17. Analisa <i>EAT</i> 2010	63
Tabel 5.1. Nilai Intrinsik PT. XYZ	65
Tabel 5.2. Nilai Saham <i>Partner</i> Lokal.....	66

DAFTAR LAMPIRAN

	Halaman
Lampiran 1 Neraca PT. XYZ 2004 - 2009	68
Lampiran 2 Laporan Laba Rugi PT. XYZ 2004 - 2009	69
Lampiran 3 Laporan Neraca dan Laba Rugi periode sd 30 September 2010...	70



BAB 1

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

PT. XYZ yang didirikan pada September 2003 dan mulai beroperasi pada Maret 2004 adalah sebuah dealer mobil Nissan yang berlokasi di Manado, yang merupakan investasi bersama antara Indomobil Grup dan *partner* lokal, dengan kepemilikan masing-masing berturut-turut sebesar 51,00% dan 49,00% (Laporan keuangan beserta laporan auditor independen, 31 Desember 2009 dan 2008).

Sejalan dengan rencana strategis suatu grup perusahaan, maka aktivitas pembelian atau penjualan saham suatu perusahaan adalah hal yang mungkin terjadi.

Berdasarkan keterangan dari *Director of Treasury* PT. Indomobil Sukses Internasional, Tbk., sesuai dengan kesepakatan antara Indomobil Group dan *partner* lokal, maka Indomobil Grup membeli keseluruhan saham milik *partner* lokal pada PT. XYZ senilai Rp 6,90 milyar di bulan September 2010.

Seperti yang dikatakan oleh Damodaran (2002), tidak seperti lukisan atau patung yang dinilai berdasarkan estetika dan persepsi, maka suatu aset keuangan dinilai berdasarkan kemampuannya untuk menghasilkan arus kas yang diharapkan. Investor yang pandai tidak membayar lebih daripada nilai yang dapat dihasilkan oleh aset tersebut (Chan & Lui, 2010).

Terdapat berbagai jenis aset keuangan. Ada yang menjanjikan keuntungan secara pasti dan hampir tidak mengandung risiko, ada pula yang keuntungannya tidak dapat dipastikan dan mengandung risiko. Pada umumnya, keuntungan yang diharapkan berbanding lurus dengan tingkat risikonya. Untuk aset keuangan yang menjanjikan keuntungan secara pasti, relatif lebih mudah untuk melakukan penilaian terhadap aset tersebut. Nilai aset tersebut adalah nilai kini dari keseluruhan arus kas yang dijanjikan yang didiskontokan berdasarkan tingkat keuntungan yang dijanjikan (Damodaran, 2001). Untuk aset keuangan yang tidak menjanjikan keuntungan secara pasti, maka untuk mengetahui nilai intrinsik dari aset tersebut terdapat berbagai faktor yang harus dipertimbangkan dalam

melakukan penilaian. Faktor-faktor tersebut misalnya faktor ekonomi makro, industri, kemampuan aset tersebut menghasilkan arus kas di masa depan, pengukuran risiko dan imbal hasil yang diharapkan (Bodie, Kane & Marcus, 2009).

1.2 Identifikasi Masalah

Berdasarkan uraian di atas maka permasalahan yang diidentifikasi adalah:

1. Berapakah nilai intrinsik dari PT. XYZ?
2. Apakah nilai yang dibayarkan oleh Indomobil Grup sudah wajar, atau lebih rendah atau lebih tinggi dari nilai intrinsiknya?

1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian yang dilakukan adalah untuk:

- a. Mengetahui nilai intrinsik dari PT. XYZ.
- b. Membandingkan antara jumlah yang dibayarkan oleh Indomobil Grup dengan nilai intrinsiknya apakah sudah wajar atau lebih rendah atau lebih tinggi.

1.4 Ruang Lingkup Penelitian

Dari berbagai metode penilaian perusahaan yang ada, penulis membatasi dengan menggunakan metode penilaian *Dividend Discount Model (DDM)* dan *Free Cash Flow to Equity Method (FCFE)* dengan menggunakan tiga asumsi kondisi penjualan unit yaitu asumsi kondisi penjualan unit optimis, normal dan pesimis. Penelitian dilakukan dengan menggunakan proyeksi arus kas dan dividen dari tahun 2010 s/d 2015 serta estimasi nilai terminal PT. XYZ di tahun 2015.

1.5 Metode Penelitian

Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah dengan menggunakan studi pustaka untuk mendapatkan landasan teori dan menggunakan data sekunder yaitu data laporan keuangan tahunan PT XYZ untuk periode 2004 – September 2010, data indeks harga saham gabungan dan data saham perusahaan dalam industri otomotif yang diunduh dari situs *yahoo finance*.

Analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis kualitatif dan kuantitatif.

1.5.1 Analisis Kualitatif

Analisis kualitatif digunakan untuk melakukan analisis terhadap kondisi makro perekonomian dan industri untuk mengetahui prospek bisnis PT. XYZ di masa mendatang yaitu analisis industri dengan menggunakan analisis *five forces* dari Porter, analisis sensitifitas industri terhadap siklus bisnis dan proyeksi kondisi ekonomi Indonesia untuk periode 2010 – 2015.

1.5.2 Analisis Kuantitatif

Analisis kuantitatif digunakan dalam menghitung nilai intrinsik PT. XYZ dan membandingkannya dengan nilai pembelian saham yang dimiliki oleh *partner* lokal oleh Indomobil Group.

Langkah-langkah dalam menghitung nilai intrinsik PT. XYZ sebagai berikut:

a. Menentukan tingkat imbal hasil bebas risiko

Untuk menentukan tingkat imbal hasil bebas risiko digunakan data imbal hasil SBI untuk periode 1 bulan yang dikeluarkan pada minggu pertama untuk periode Januari 2003 – September 2010 yang diunduh dari situs Bank Indonesia.

b. Menentukan premi risiko

Untuk menentukan premi risiko digunakan premi risiko yang dikeluarkan oleh Aswath Damodaran untuk Negara Indonesia untuk periode Januari 2010 yaitu sebesar 9,00%.

c. Menghitung beta

Dalam menghitung beta digunakan metode regresi tingkat imbal hasil saham dua belas perusahaan yang terdapat dalam industri otomotif terhadap tingkat imbal hasil pasar (Indeks Harga Saham Gabungan/IHSG) dengan mempertimbangkan tingkat imbal hasil bebas risiko dalam kurun waktu Januari 2003 s/d September 2010.

Kedua belas perusahaan yang terdapat dalam industri otomotif tersebut yaitu:

- PT. Astra International Tbk. (ASII)
- PT. Selamat Sempurna Tbk. (SMSM)
- PT. Prima Alloy Steel Tbk. (PRAS)
- PT. Astra Otoparts Tbk. (AUTO)
- PT. Multistrada Arah Sarana Tbk. (MASA)
- PT. Indomobil Sukses Internasional Tbk. (IMAS)
- PT. Indo Kordsa Tbk. (BRAM)
- PT. Nipress Tbk. (NIPS)
- PT. Goodyear Indonesia Tbk. (GDYR)
- PT. Gajah Tunggal Tbk. (GJTL)
- PT. Multiprima Sejahtera Tbk. (LPIN)
- PT. Indospring Tbk. (INDS)

Data yang digunakan adalah:

- Harga saham bulanan kedua belas perusahaan tersebut untuk periode Januari 2003 – September 2010, yang diambil pada hari Rabu minggu pertama setiap bulan.

- IHSB bulanan untuk periode Januari 2003 – September 2010, yang diambil pada hari Rabu minggu pertama setiap bulan.

Teknik pengolahan data:

- Menghitung imbal hasil setiap saham kedua belas perusahaan dengan menggunakan rumus 2.7 pada bab 2.
- Menghitung kelebihan imbal hasil saham terhadap imbal hasil bebas risiko dengan rumus 2.3 pada bab 2.
- Menghitung imbal hasil IHSB dengan menggunakan rumus 2.7 pada bab 2.
- Menghitung kelebihan imbal hasil IHSB terhadap imbal hasil bebas risiko dengan rumus 2.4 pada bab 2.
- Dilakukan regresi sederhana dengan menggunakan excel, dengan menggunakan rumus 2.2 pada bab 2, yaitu kelebihan imbal hasil saham terhadap imbal hasil bebas risiko sebagai variabel dependen (y) dan kelebihan imbal hasil IHSB terhadap imbal hasil bebas risiko sebagai variabel independen (x).
- Melakukan uji T dan uji p -value untuk menguji hasil regresi dengan hipotesis sebagai berikut:
 H_0 : Koefisien tidak signifikan
 H_1 : Koefisien signifikan
 Tingkat α yang digunakan = 5%
- Menentukan nilai beta sesuai dengan hasil regresi.

d. Menghitung biaya ekuitas

Setelah didapatkan tingkat imbal hasil bebas risiko, premi risiko pasar dan beta dari hasil regresi, maka dihitung biaya ekuitas dengan menggunakan rumus 2.10 pada bab 2.

e. Membuat proyeksi penjualan

Proyeksi penjualan mobil didapatkan dari proyeksi penjualan mobil untuk wilayah Nasional dari situs Gaikindo untuk periode 2010 – 2015 untuk dua kondisi yaitu optimis dan normal. Untuk kondisi pesimis dibuat dengan mengasumsikan tingkat penjualan sebesar 90% dari kondisi normal.

Proyeksi penjualan mobil untuk PT. XYZ dibuat dengan mengikuti tren penjualan mobil Nasional.

f. Menghitung proyeksi laba setelah pajak dan dividen

Setelah didapatkan proyeksi penjualan, maka dibuat proyeksi laba setelah pajak untuk tiga skenario yaitu optimis, normal dan pesimis, masing-masing sebesar 2,35%, 2,00% dan 1,66% dari nilai penjualan.

Setelah didapatkan laba setelah pajak, maka dibuat proyeksi dividen dengan asumsi rasio pembayaran dividen 90% dari laba setelah pajak.

g. Menghitung tingkat pertumbuhan

Tingkat pertumbuhan dihitung dengan menggunakan rumus 2.15.

h. Menghitung nilai terminal

Nilai terminal dihitung dengan menggunakan rumus 2.20.

i. Menghitung nilai intrinsik PT. XYZ dengan menggunakan metode *DDM*

Nilai Intrinsik PT. XYZ dengan metode *DDM* dihitung dengan menggunakan rumus 2.23.

j. Menghitung *FCFE*

Menghitung *FCFE* dengan menggunakan rumus 2.26.

k. Menghitung nilai intrinsik PT. XYZ dengan menggunakan metode *FCFE*

Nilai intrinsik PT XYZ dengan metode *FCFE* dihitung dengan menggunakan rumus 2.28.

- l. Menghitung nilai intrinsik PT. XYZ dengan menggunakan proyeksi penjualan yang dibuat oleh PT. XYZ
Berdasarkan proyeksi penjualan yang dibuat oleh PT. XYZ, maka dilakukan penilaian berdasarkan langka-langkah a – k di atas.
- m. Analisis pencapaian PT. XYZ di tahun 2010
Berdasarkan laporan keuangan PT. XYZ per 30 September 2010, dilakukan analisis pencapaian PT. XYZ di tahun 2010.
- n. Membandingkan antara perhitungan nilai intrinsik berdasarkan proyeksi penjualan yang dibuat oleh penulis dan proyeksi penjualan yang dibuat oleh PT. XYZ dengan harga yang dibayar oleh Indomobil Group.
- o. Membandingkan kinerja PT. XYZ di tahun 2010 dengan proyeksi yang dibuat.

1.6 Sistematika Penulisan

Karya akhir ini terdiri dari lima bab dengan sistematika penulisan sebagai berikut:

Bab 1 Pendahuluan

Menyajikan latar belakang, identifikasi masalah, tujuan, metode dan sistematika penulisan penelitian.

Bab 2 Landasan Teori

Menyajikan teori mengenai analisis makro dan industri, estimasi arus kas, penghitungan biaya ekuitas, teori *CAPM*, estimasi tingkat pertumbuhan, penghitungan nilai terminal, penilaian perusahaan dengan menggunakan metode penilaian *DDM* dan metode *FCFE* dan beberapa pandangan hasil studi ilmiah mengenai kedua model tersebut.

Bab 3 Industri dan Perusahaan

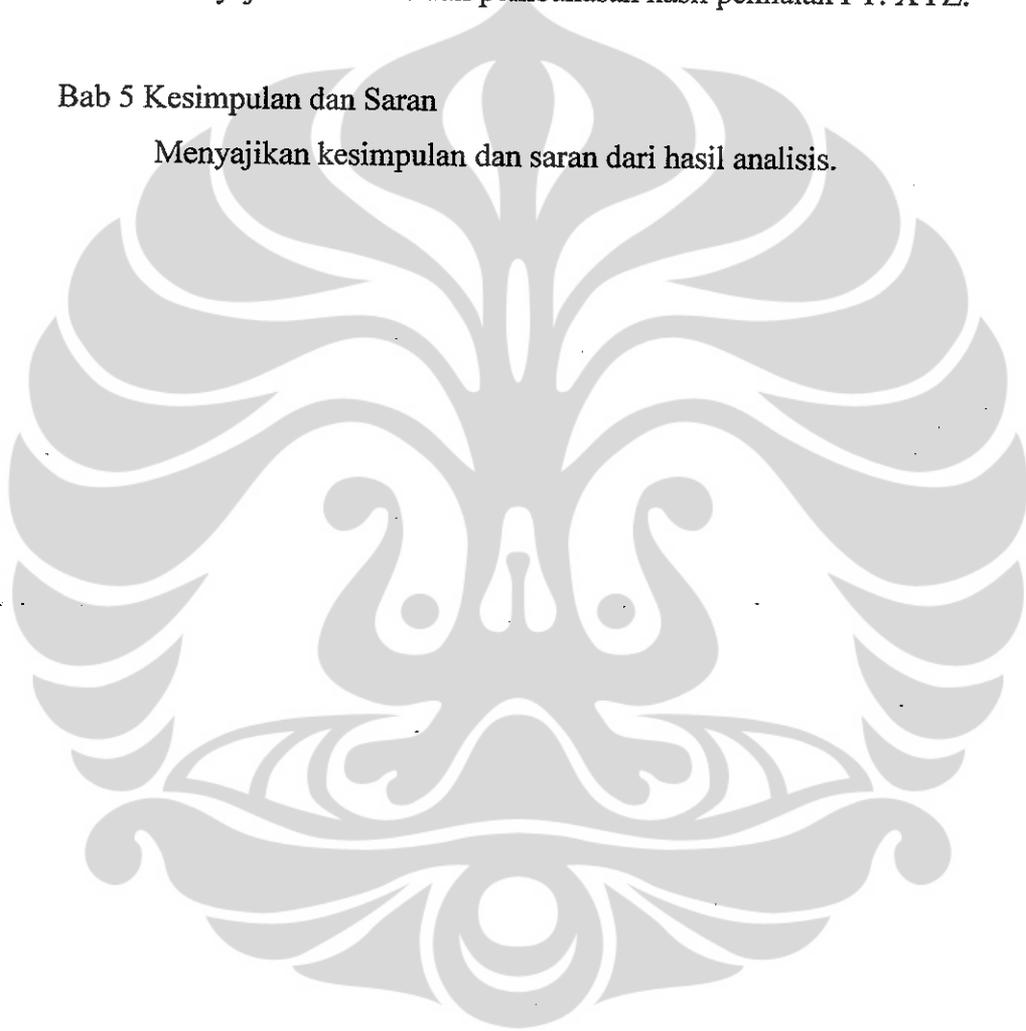
Menyajikan telaah umum mengenai industri otomotif di Indonesia pada umumnya dan perusahaan pada khususnya dalam kaitan dengan pertumbuhan ekonomi dan proyeksi penjualan Nissan di masa depan.

Bab 4 Analisis dan Pembahasan

Menyajikan analisis dan pembahasan hasil penilaian PT. XYZ.

Bab 5 Kesimpulan dan Saran

Menyajikan kesimpulan dan saran dari hasil analisis.



BAB 2

LANDASAN TEORI

2.1 Kondisi Makro dan Industri

Dalam melakukan analisis fundamental terhadap nilai intrinsik suatu perusahaan tidak terlepas dari analisis mengenai kondisi makro dan industri di mana perusahaan berada.

Analisis makro dan industri perlu dilakukan untuk mengetahui prospek bisnis perusahaan di masa depan, menentukan tingkat risiko dan pengembalian yang diharapkan atas investasi tersebut.

Faktor-faktor ekonomi makro yang berpengaruh diantaranya tingkat pertumbuhan ekonomi, tingkat bunga, tingkat inflasi, tingkat pengangguran dan kebijakan fiskal pemerintah.

2.1.1 Siklus Bisnis

Berdasarkan tingkat sensitivitasnya terhadap kondisi ekonomi suatu negara, maka suatu perusahaan bisa dikategorikan dalam industri yang bersifat siklus atau industri yang bersifat defensif (Bodie, Kane & Marcus, 2009).

Perusahaan dalam industri yang bersifat siklus tergantung kepada kondisi ekonomi negara. Pada saat ekonomi berada pada kondisi yang bagus (tingkat pengangguran rendah, tingkat inflasi rendah, tingkat bunga rendah), perusahaan tersebut akan mengalami kenaikan pendapatan yang cukup signifikan. Pada saat kondisi ekonomi negara dalam kondisi yang sulit atau resesi, maka perusahaan tersebut akan mengalami penurunan yang cukup signifikan pula. Contoh perusahaan yang tergantung kepada kondisi ekonomi ini adalah perusahaan otomotif. Di saat kondisi ekonomi sulit atau resesi, maka orang akan menunda pembelian kendaraan.

Perusahaan dalam industri yang bersifat defensif tidak terpengaruh oleh siklus ekonomi. Perusahaan ini misalnya perusahaan makanan dan perusahaan obat.

Pada saat persepsi terhadap kondisi ekonomi ke depan adalah optimis, maka harga saham untuk perusahaan yang bersifat siklus akan mengalami kenaikan paling banyak karena perusahaan yang bersifat siklus sensitif terhadap kondisi ekonomi. Demikian juga sebaliknya pada saat persepsi terhadap kondisi ekonomi ke depannya kurang baik, maka harga saham perusahaan yang bersifat siklus akan mengalami penurunan yang cukup tajam.

Sedangkan untuk perusahaan yang bersifat defensif tidak banyak dipengaruhi oleh kondisi ekonomi secara keseluruhan.

2.1.2 Sensitivitas Terhadap Siklus Bisnis

Untuk mengukur sensitivitas perusahaan terhadap siklus bisnis terdapat beberapa faktor yang menentukan (Bodie, Kane & Marcus, 2009), yaitu:

a) Faktor sensitivitas penjualan

Permintaan akan kebutuhan pokok mempunyai tingkat sensitivitas yang rendah terhadap kondisi ekonomi. Kebutuhan pokok dimaksud misalnya makanan dan pengobatan. Sedangkan perusahaan seperti baja, mobil dan transportasi mempunyai tingkat sensitivitas yang tinggi terhadap tingkat perekonomian.

b) Faktor *operating leverage*

Yang dimaksud *operating leverage* adalah proporsi antara biaya tetap dan variabel. Perusahaan yang memiliki struktur biaya variabel lebih besar daripada biaya tetap memiliki tingkat sensitivitas yang lebih rendah terhadap kondisi bisnis. Hal ini disebabkan karena perusahaan dapat dengan mudah mengurangi biaya variabelnya bersamaan dengan turunnya tingkat penjualan. Perusahaan dengan komposisi biaya tetap yang lebih tinggi dibanding biaya variabel dikatakan mempunyai *operating leverage* yang tinggi. Keuntungan atau kerugian pada perusahaan yang mempunyai komposisi biaya tetap yang tinggi akan berfluktuasi lebih tinggi terhadap penjualan dibanding jika komposisi biaya variabelnya lebih tinggi. Hal ini terjadi karena biaya tetap tidak bergerak untuk

mengimbangi fluktuasi penjualan. Perubahan sedikit dalam kondisi ekonomi akan mempunyai efek yang besar terhadap keuntungan operasi.

c) Faktor *financial leverage*

Financial leverage adalah rasio utang terhadap modal. Semakin tinggi *financial leverage*, maka akan semakin meningkatkan sensitivitas terhadap perubahan kondisi ekonomi. Hal ini dikarenakan beban bunga yang harus dibayarkan adalah termasuk komponen biaya tetap yang tidak terpengaruh oleh besarnya tingkat penjualan.

2.2 Risiko dan Imbal Hasil

2.2.1 Risiko

Menurut Damodaran (2002), risiko dalam keuangan diartikan sebagai kemungkinan seorang investor akan menerima imbal hasil investasinya berbeda dari yang diharapkannya. Imbal hasil yang berbeda ini tidak selalu diartikan negatif, akan tetapi bisa juga positif.

Untuk investasi yang dapat dipastikan menghasilkan imbal hasil yang sama dengan yang diharapkan, disebut investasi yang bebas risiko. Contoh investasi bebas risiko adalah investasi dalam SBI.

Risiko dapat dikategorikan menjadi dua jenis, yaitu risiko yang terkait perusahaan (*firm specific risk / unique risk / non-systematic risk / diversifiable risk*) dan risiko yang terkait pasar secara keseluruhan (*market risk / systematic risk / non-diversifiable risk*) (Bodie, Kane & Marcus, 2009).

Untuk risiko yang terkait perusahaan, bisa dihilangkan dengan melakukan diversifikasi terhadap investasi. Sedangkan untuk risiko yang terkait pasar secara keseluruhan masih akan tetap ada meskipun telah melakukan diversifikasi secara ekstensif.

Di dalam asumsi bahwa semua investor memiliki informasi yang sama mengenai risiko dan imbal hasil, maka semua investor akan memiliki portofolio investasi yang sejenis. Portofolio yang sama yang dimiliki oleh semua investor ini

Universitas Indonesia

dinamakan portofolio pasar. Contoh portofolio pasar adalah Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), *Standard & Poor's* (S&P) 500.

2.2.1.1 Beta

Untuk mengukur risiko sistematis suatu aset digunakan Beta. Tendensi imbal hasil suatu aset terhadap pergerakan pada imbal hasil portofolio pasar dapat dilihat dari nilai Beta (Bodie, Kane & Marcus, 2009).

Beta suatu aset dinyatakan dalam rumus:

$$\beta_i = \frac{\text{Cov}(R_i, R_M)}{\sigma^2(R_M)} \quad (2.1)$$

$\text{Cov}(R_i, R_M)$: Kovarian dari imbal hasil aset i dengan imbal hasil portofolio pasar

$\sigma^2(R_M)$: Varian dari imbal hasil portofolio pasar

Beta dari portofolio pasar adalah 1. Beta untuk aset yang mempunyai sensitivitas yang tinggi terhadap pergerakan pasar (atau dikatakan lebih berisiko dibandingkan rata-rata pasar) mempunyai nilai lebih besar dari 1. Sedangkan Beta untuk aset yang mempunyai sensitivitas yang rendah terhadap pergerakan pasar (atau dikatakan memiliki risiko lebih rendah dibandingkan rata-rata pasar) mempunyai nilai lebih kecil dari 1. Untuk aset yang tidak berisiko, memiliki Beta sama dengan nol (Damodaran 2002).

Perusahaan dalam industri yang sensitif terhadap kondisi ekonomi (industri yang bersifat siklus) mempunyai Beta yang tinggi dan lebih berisiko. Pada saat kondisi ekonomi mengalami penurunan, perusahaan ini akan mengalami penurunan yang lebih dalam. Akan tetapi pada saat kondisi ekonomi mengalami kenaikan, perusahaan ini juga akan mengalami keuntungan yang lebih tinggi dibandingkan rata-rata pasar. Sebaliknya perusahaan yang tidak terlalu terpengaruh terhadap kondisi ekonomi (dalam industri yang bersifat defensif) dikatakan tidak terlalu berisiko dan mempunyai nilai Beta yang rendah (Bodie, Kane & Marcus, 2009).

Universitas Indonesia

2.2.1.2 Model Indeks Tunggal (*The Single – Index Model*)

Untuk melakukan estimasi nilai Beta suatu aset, dapat digunakan persamaan regresi dari model indeks tunggal sebagai berikut (Damodaran, 2002):

$$R_i(t) = \alpha_i + \beta_i R_M(t) + e_i(t) \quad (2.2)$$

R_i adalah kelebihan imbal hasil aset i dari imbal hasil bebas risiko, dengan rumus:

$$R_i = r_i - r_f \quad (2.3)$$

R_M adalah premi risiko yaitu kelebihan imbal hasil pasar dari imbal hasil bebas risiko, dengan rumus:

$$R_M = r_M - r_f \quad (2.4)$$

Alpha- i (α_i) adalah kelebihan imbal hasil yang diberikan oleh aset i saat kelebihan imbal hasil dari pasar sama dengan nol.

e_i adalah komponen imbal hasil yang tidak diharapkan yang dihasilkan dari kejadian yang tidak diharapkan, yang relevan hanya terhadap aset i , atau di sebut juga nilai residual.

2.2.2 Imbal Hasil

Dalam melakukan investasi, investor menetapkan tingkatan imbal hasil yang berkisar antara imbal hasil dalam aset yang tidak berisiko ditambah imbal hasil berupa premium atas risiko yang ditanggung karena berinvestasi dalam aset yang berisiko (Damodaran, 2002).

2.2.2.1 Imbal Hasil Bebas Risiko

Suatu aset dikatakan bebas risiko, jika dapat diketahui imbal hasil yang diharapkan dengan pasti. Syaratnya agar didapatkan kepastian dalam imbal hasil atas aset tersebut adalah tidak mengandung risiko gagal bayar (*default risk*) dan tidak mengandung risiko pada saat diinvestasikan kembali (*reinvestment risk*) (Damodaran, 2002).

Aset keuangan yang bisa dikategorikan bebas risiko gagal bayar adalah aset yang dikeluarkan oleh pemerintah. Hal ini dikarenakan pemerintah mempunyai kewenangan dalam hal pencetakan uang, sehingga paling tidak nilai nominal aset keuangan tersebut dalam mata uang lokal akan dapat dibayar oleh pemerintah pada saat jatuh tempo (Damodaran, 2002).

Contoh aset keuangan yang dikeluarkan pemerintah dalam jangka pendek (jatuh tempo kurang dari satu tahun) adalah Sertifikat Bank Indonesia (SBI). Untuk aset keuangan yang dikeluarkan pemerintah dalam jangka panjang (jatuh tempo lebih dari satu tahun) adalah dalam bentuk Obligasi Negara, misalnya Obligasi Ritel Indonesia (ORI).

Walaupun aset keuangan yang dikeluarkan pemerintah bebas risiko gagal bayar, akan tetapi tetap tidak bebas dari risiko saat hendak diinvestasikan kembali. Hal ini disebabkan oleh karena tidak ada kepastian tingkat imbal hasil yang berlaku pada saat aset tersebut jatuh tempo dan hendak diinvestasikan kembali (Damodaran, 2002).

2.2.2.2 Imbal Hasil dari Investasi Berisiko (Premi Risiko)

Atas investasi pada aset yang berisiko, maka investor mengharapkan imbal hasil yang lebih sebagai kompensasi dari risiko yang ditanggungnya. Kelebihan imbal hasil dari aset berisiko terhadap imbal hasil aset tak berisiko ini disebut premi risiko.

2.2.2.3 Imbal Hasil dalam Suatu Periode (*Holding Period Return*)

Dalam konteks investasi dalam saham, maka imbal hasil yang diharapkan untuk suatu periode dapat dihitung sebagai berikut (Bodie, Kane dan Marcus, 2009):

$$E_{HPR} = E(r_i) = E \text{ Dividend Yield} + E \text{ Capital Gain/Loss} \quad (2.5)$$

$$E \text{ Dividend Yield} = E(D_1) / P_0 \quad (2.6)$$

$$E \text{ Capital Gain/Loss} = [E(P_1) - P_0] / P_0 \quad (2.7)$$

2.2.2.4 Rata-Rata Imbal Hasil

Untuk mendapatkan nilai rata-rata imbal hasil dari data historis, dapat dilakukan dengan menggunakan metode rata-rata secara aritmatik atau geometrik (Ross, Westerfield, Jaffe & Jordan, 2009).

Untuk menghitung rata-rata imbal hasil (R) secara aritmatik dalam suatu periode waktu (T), maka didapat dengan cara:

$$\text{Rata-rata imbal hasil} = (R_1 + R_2 + R_3 + \dots + R_T) / T \quad (2.8)$$

Untuk menghitung rata-rata imbal hasil (R) secara geometrik dalam suatu periode waktu (T), maka didapat dengan cara:

$$\text{Rata-rata imbal hasil} = [(1+R_1) \times (1+R_2) \times \dots \times (1+R_T)]^{1/T} - 1 \quad (2.9)$$

2.3 Capital Asset Pricing Model (CAPM)

Atas risiko yang dihadapinya, maka investor mengharapkan imbal hasil yang lebih atas dana yang diinvestasikannya ke dalam aset yang berisiko dibandingkan jika menginvestasikan dana tersebut ke dalam aset yang tak berisiko. Tingkat imbal hasil yang disyaratkan untuk dana yang diinvestasikan tersebut disebut biaya ekuitas (Damodaran, 2002).

Salah satu model yang digunakan dalam menghitung biaya ekuitas adalah model *CAPM*. *CAPM* dikembangkan oleh William Sharpe, John Lintner, dan Jan Mossin di tahun 1964. Terdapat beberapa asumsi yang mendasari *CAPM* yaitu tidak ada biaya transaksi, semua aset diperdagangkan, semua investasi dapat dibeli dalam jumlah sekecil apapun dan semua orang mempunyai akses yang sama terhadap informasi, sehingga tidak ada aset di pasar yang mempunyai nilai di bawah atau di atas nilai seharusnya (*efficient market hypothesis*). Di dalam model *CAPM* digambarkan hubungan antara imbal hasil yang diharapkan dari investasi dalam suatu aset dengan tingkat imbal hasil bebas risiko dan tingkat tambahan imbal hasil yang didapatkan atas risiko tambahan yang ditanggung berdasarkan sensitivitas aset tersebut terhadap risiko pasar, dengan rumus (Bodie, Kane & Marcus, 2009):

$$E(r_i) = r_f + \beta_i [E(r_M) - r_f] \quad (2.10)$$

$E(r_i)$ = Imbal hasil yang diharapkan dari investasi pada aset i

r_f = Tingkat imbal hasil bebas risiko

β_i = Sensitivitas aset i terhadap risiko pasar

$E(r_M)$ = Imbal hasil yang diharapkan dari portofolio pasar

2.4 Estimasi Arus Kas

Dalam penilaian aset dilakukan estimasi terhadap arus kas yang bisa dihasilkan oleh aset tersebut. Dalam konteks investasi dalam saham, maka perlu dilakukan estimasi terhadap dividen yang diharapkan diterima dari saham tersebut dan juga nilai keuntungan/kerugian dari penjualan saham tersebut jika dijual di kemudian hari (*capital gain/loss*).

Dalam konteks penilaian suatu proyek atau suatu perusahaan, maka perlu dilakukan estimasi terhadap arus kas yang diharapkan dihasilkan dari proyek atau perusahaan tersebut.

Yang dimaksud arus kas di sini adalah arus kas dari aktivitas operasi dikurangi dengan kebutuhan tambahan untuk investasi kembali yaitu berupa

Universitas Indonesia

kebutuhan tambahan investasi dalam aktiva tetap dan modal kerja (Damodaran, 2002).

$$\text{Arus Kas} = \text{Arus Kas Operasi} - \text{Kebutuhan Tambahan Investasi dalam Aktiva Tetap} - \text{Kebutuhan Tambahan Investasi dalam Modal Kerja.} \quad (2.11)$$

2.4.1 Arus Kas Operasi

Terdapat beberapa pendekatan dalam mencari arus kas operasi, yaitu pendekatan dari bawah ke atas, pendekatan dari atas ke bawah dan pendekatan manfaat pajak (Ross, Westerfield, Jaffe & Jordan, 2009).

2.4.1.1 Pendekatan dari Bawah ke Atas (*The Bottom Up Approach*)

Dengan pendekatan ini maka arus kas dihitung dari pendapatan setelah pajak menurut pencatatan akuntansi dan ditambahkan kembali biaya bukan kas misalnya biaya depresiasi dan amortisasi.

$$\text{Arus Kas Operasi} = \text{Pendapatan setelah Pajak} + \text{Biaya Depresiasi} + \text{Biaya Amortisasi} \quad (2.12)$$

2.4.1.2 Pendekatan dari Atas ke Bawah (*The Top Down Approach*)

Dengan pendekatan ini maka arus kas dihitung berdasarkan pencatatan akuntansi dari penjualan dikurangi biaya-biaya operasi, biaya-biaya lain dan biaya pajak. Untuk biaya bukan kas tidak dimasukkan ke dalam perhitungan.

$$\text{Arus Kas Operasi} = \text{Penjualan} - \text{Biaya} - \text{Pajak} \quad (2.13)$$

2.4.1.3 Pendekatan Manfaat Pajak (*The Tax Shield Approach*)

Dengan pendekatan ini maka dihitung pendapatan dikurangi biaya setelah pajak (diluar biaya depresiasi) dan kemudian ditambahkan manfaat pajak yang didapat dari biaya bukan kas.

$$\text{Arus Kas Operasi} = (\text{Penjualan} - \text{Biaya}) \times (1 - \text{Pajak}) + \text{Biaya Depresiasi} \times \text{Pajak} \quad (2.14)$$

2.4.2 Kebutuhan Tambahan Investasi dalam Aktiva Tetap

Pemilik modal tidak dapat menarik keseluruhan arus kas operasi yang dihasilkan, karena ada sebagian dana yang dibutuhkan untuk merawat aset, mengganti aset atau menambah aset yang akan digunakan untuk menghasilkan pendapatan di masa depan. Untuk perusahaan yang sedang dalam tahap pertumbuhan akan memiliki nilai tambahan investasi dalam aktiva tetap lebih besar daripada tambahan biaya depresiasinya. Penambahan biaya investasi dalam aktiva tetap akan semakin berkurang saat perusahaan masuk dalam tahap pertumbuhan yang stabil (Damodaran, 2002).

2.4.3 Kebutuhan Tambahan Investasi dalam Modal Kerja

Modal kerja untuk sebuah perusahaan adalah selisih dari aktiva lancar dan utang lancar. Karena dana yang ada dalam modal kerja tidak dapat digunakan di tempat lain, maka perubahan dalam modal kerja mempengaruhi arus kas.

Menurut Damodaran (2002), dalam penghitungan kebutuhan tambahan modal kerja, maka terdapat beberapa pos yang dikeluarkan dari penghitungan modal kerja. Pos tersebut yaitu:

a) Kas dan Surat-Surat Berharga

Kas dan surat-surat berharga dikeluarkan dari penghitungan karena kas dan surat-surat berharga mendapatkan imbal hasil tersendiri (walaupun hanya mendapatkan

imbal hasil sebesar imbal hasil bebas risiko). Kas dimasukkan dalam perhitungan modal kerja jika Kas yang dimaksud dalam jumlah besar digunakan dalam operasional harian dan memang disimpan di dalam perusahaan karena sistem perbankan di Negara tersebut yang tidak bagus.

b) Utang Jangka Pendek yang Mengandung Bunga

Utang jangka pendek yang mengandung bunga dikeluarkan dalam perhitungan karena sudah diperhitungkan pada saat menghitung biaya modal.

2.5 Estimasi Pertumbuhan

Agar dapat bertumbuh, maka selain dipengaruhi oleh faktor eksternal (misalnya faktor ekonomi makro, industri dan pesaing), dipengaruhi juga oleh kemampuan internal perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dan menginvestasikan sebagian dari keuntungan tersebut ke dalam perusahaan untuk menghasilkan keuntungan yang lebih besar di masa depan (bertumbuh).

Terdapat beberapa faktor yang mempengaruhi tingkat pertumbuhan suatu perusahaan. Faktor-faktor tersebut diantaranya (Ross, Westerfield, Jaffe & Jordan, 2009):

a) Marjin Laba

Semakin perusahaan mampu menghasilkan laba, maka perusahaan akan memiliki dana internal yang lebih untuk melakukan investasi.

b) Kebijakan Dividen

Kebijakan laba yang dibagikan sebagai dividen kepada pemegang saham akan mempengaruhi tingkat retensi laba yang dapat digunakan untuk pertumbuhan perusahaan. Semakin besar laba yang dibagikan sebagai dividen maka kemampuan perusahaan untuk memperoleh dana internal sebagai penunjang pertumbuhan semakin berkurang.

c) Kebijakan Penambahan Modal dan Utang

Kemampuan perusahaan untuk bertumbuh juga dapat dipengaruhi dengan kebijakan penambahan modal dan utang. Dengan bertambahnya penanaman modal dan atau utang dalam perusahaan maka kemampuan perusahaan untuk bertumbuh juga akan bertambah.

d) Rasio Perputaran Aset Total

Dengan semakin bertambahnya rasio perputaran aset total, maka semakin besar kemampuan aset dalam menghasilkan penjualan, sehingga menambah kemampuan perusahaan menghasilkan dana internal untuk pertumbuhan perusahaan.

Dalam kaitannya dengan tingkat laba dan kebijakan dividen, maka pertumbuhan perusahaan (g) dapat dituliskan sebagai berikut (Damodaran, 2002):

$$g = b \times ROE \quad (2.15)$$

g = pertumbuhan laba setelah pajak (*growth*)

b = tingkat retensi (*plowback ratio*)

ROE = rasio imbal hasil terhadap modal (*Return on Equity*)

Untuk tingkat retensi (b), didapatkan dari:

$$b = (1 - \text{Dividend Pay Out Ratio}) \quad (2.16)$$

Untuk ROE , didapatkan dari:

$$ROE = \text{Net Income/Equity} \quad (2.17)$$

2.6 Estimasi Nilai Terminal

Perusahaan akan menghasilkan arus kas di masa depan sampai waktu yang tidak ditentukan (*infinite life*). Di awal pertumbuhan, perusahaan akan bertumbuh

dengan tinggi, sampai pada suatu saat akan mencapai tingkat pertumbuhan yang stabil sesuai dengan pertumbuhan ekonomi di tempat perusahaan beroperasi.

Karena tidak mungkin menghitung arus kas suatu perusahaan yang beroperasi dalam waktu yang tidak ditentukan, maka untuk mendapatkan nilai perusahaan secara keseluruhan, proyeksi arus kas yang akan diterima akan berhenti pada suatu titik di masa depan dan kemudian menutupnya dengan menghitung estimasi nilai terminal perusahaan pada titik tersebut.

Terdapat beberapa cara untuk menghitung nilai terminal, diantaranya yaitu dengan metode nilai likuidasi (*liquidation value*) dan metode pertumbuhan stabil (*stabil growth model*) (Damodaran, 2002).

2.6.1 Metode Nilai Likuidasi

Pada metode ini maka nilai terminal didapatkan dari nilai buku aset pada suatu waktu di masa depan dengan asumsi aset tersebut masih mempunyai masa manfaat selama waktu tertentu (T) dan nilainya disesuaikan dengan tingkat inflasi.

$$\text{Nilai likuidasi} = \text{Nilai buku aset} (1 + \text{tingkat inflasi})^T \quad (2.18)$$

Selain dengan nilai bukunya, nilai terminal berdasarkan nilai likuidasi juga bisa didapat dari kemampuannya menghasilkan pendapatan di masa depan selama waktu tertentu (T) setelah waktu terminal.

$$\text{Nilai likuidasi} = \text{Arus kas (PV of Annuity, } T, \text{ Tingkat Diskonto)} \quad (2.19)$$

2.6.2 Metode Pertumbuhan Stabil

Jika penghitungan nilai terminal berdasarkan nilai likuidasi berasumsi bahwa setelah waktu tertentu di masa depan nilai aset sudah habis, maka pada metode pertumbuhan stabil diasumsikan arus kas dapat diinvestasikan kembali di aset baru dan terus bertumbuh pada tingkat pertumbuhan yang stabil.

$$\text{Nilai Terminal}_t = \text{Arus Kas}_{t+1} / (r - \text{tingkat pertumbuhan stabil}) \quad (2.20)$$

2.7 Analisis Sensitivitas

Arus kas yang diproyeksikan untuk masa depan dibuat berdasarkan asumsi-asumsi tertentu. Proyeksi ini dapat melenceng dari kondisi aktualnya dikarenakan adanya kondisi aktual yang berbeda dengan asumsi yang dibuat.

Untuk mengakomodasi hal ini maka perlu dibuat analisis sensitivitas, dengan menggunakan beberapa variasi dari asumsi. Biasanya variasi asumsi berupa kondisi optimis, normal dan pesimis (Ross, Westerfield, Jaffe & Jordan, 2009).

2.8 Dividend Discount Model (DDM)

Menurut *DDM*, nilai suatu aset adalah nilai sekarang dari keseluruhan dividen yang diterima di masa depan (Damodaran, 2002).

Model umum dari *DDM* adalah:

$$\text{Nilai aset} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{E(D_t)}{(1+k_e)^t} \quad (2.21)$$

D_t = Dividen periode t

K_e = Biaya ekuitas

Karena nilai dividen tidak dapat diprediksikan sampai tak terhingga, maka ada pengembangan dari *DDM* ini.

Terdapat beberapa variasi pengembangan *DDM*, yaitu *Gordon Growth Model (GGM)*, *Two Stage DDM*, *Three Stage DDM*.

2.8.1 Gordon Growth Model (GGM)

Model ini digunakan untuk menilai perusahaan dalam kondisi pertumbuhan yang stabil dengan pertumbuhan dividen pada tingkat yang tetap selamanya (Damodaran, 2002).

$$\text{Nilai aset} = \frac{E(D_1)}{k_e - g} \quad (2.22)$$

$E(D_1)$ = Ekspektasi dividen tahun depan

k_e = Biaya ekuitas

g = Pertumbuhan dividen selamanya

2.8.2 Two Stage Dividend Discount Model

Pada model ini dibuat dua tahapan penilaian, yaitu tahap pertama saat perusahaan sedang mengalami pertumbuhan tinggi selama suatu periode tertentu dan tahap kedua yang merupakan nilai terminal saat perusahaan memasuki tahap stabil untuk seterusnya setelah itu (Damodaran, 2002).

$$\text{Nilai aset} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{D_t}{(1+k_{e,hg})^t} + \left[\frac{P_n}{(1+k_{e,st})^n} \right] \quad (2.23)$$

$$P_n = \frac{D_{n+1}}{(k_{e,st} - g_n)} \quad (2.24)$$

D_t = Ekspektasi dividen setiap tahun sampai dengan tahun t

P_n = Nilai perusahaan saat memasuki tahap stabil

K_e = Biaya ekuitas (hg = masa pertumbuhan tinggi; st = masa pertumbuhan stabil)

g_n = Pertumbuhan selamanya pada masa stabil

2.8.3 Three Stage Dividend Discount Model

Pada model ini diasumsikan tiga tahap pertumbuhan dividen yaitu tahap pertama sebagai tahap dengan pertumbuhan tinggi yang stabil, kemudian tahap kedua sebagai tahap dengan pertumbuhan menurun dan tahap ketiga sebagai nilai terminal dengan tahap pertumbuhan stabil yang relatif rendah untuk seterusnya.

Pada masa pertumbuhan tinggi rasio pembagian dividen biasanya stabil rendah, kemudian rasio pembagian dividen akan semakin meningkat saat perusahaan berada pada masa pertumbuhan yang menurun dan akhirnya rasio tersebut menjadi stabil tinggi masa pertumbuhan stabil (Damodaran, 2002).

Nilai aset =

$$\sum_{t=1}^{t=n_1} \frac{D_t}{(1+k_{e,hg})^t} + \sum_{t=n_1+1}^{t=n_2} \frac{D_t}{(1+k_{e,t})^t} + \left[\frac{D_{n_2}(1+g_{st})}{(k_{e,st}-g_{st})(1+k_{e,st})^{n_2}} \right] \quad (2.25)$$

D_t = Dividen pada tahun t

n_1 = akhir masa pertumbuhan tinggi

n_2 = akhir masa pertumbuhan menurun

k_e = biaya ekuitas masa pertumbuhan tinggi (hg), transisi (t), stabil (st)

g_{st} = pertumbuhan pada masa stabil

2.9 Free Cash Flow to Equity (FCFE)

Metode lain untuk melakukan penilaian terhadap perusahaan adalah dengan menggunakan metode *FCFE*. Pada metode ini, dilihat estimasi kemampuan perusahaan dalam memberikan arus kas bagi pemilik modal setelah memperhitungkan dana yang dibutuhkan untuk investasi kembali baik dalam bentuk aktiva tetap (net biaya depresiasi) maupun modal kerja.

Pada perusahaan yang sedang mengalami pertumbuhan tinggi biasanya kebutuhan investasi dalam aktiva tetap (net biaya depresiasi) adalah tinggi.

Sedangkan untuk perusahaan dalam tahap pertumbuhan yang rendah atau stabil biasanya mempunyai net investasi dalam aktiva tetap rendah atau bahkan negatif.

Kenaikan dalam modal kerja akan menguras arus kas, sedangkan penurunan dalam modal kerja akan menambah arus kas yang tersedia bagi pemilik modal. Perusahaan pengecer (*retailer*) adalah contoh perusahaan yang membutuhkan modal kerja yang tinggi.

Dalam penilaian perusahaan menurut metode *FCFE*, maka terlebih dahulu dihitung *FCFE* sebagai berikut (Damodaran, 2002):

$$FCFE = \text{Pendapatan bersih setelah pajak} - (\text{Penambahan aktiva tetap} - \text{Biaya Depresiasi}) - (\text{Perubahan modal kerja}) \quad (2.26)$$

Terdapat beberapa model penilaian dengan menggunakan metode *FCFE*, diantaranya yaitu: *Constant Growth FCFE Model*, *Two Stage FCFE Model*, dan *Three Stage FCFE Model*.

2.9.1 Constant Growth FCFE Model

Model ini digunakan untuk menilai perusahaan yang berada pada tingkat pertumbuhan stabil dan tetap (Damodaran, 2002).

$$\text{Nilai aset} = \frac{FCFE_1}{k_e - g_n} \quad (2.27)$$

$FCFE_1$ = Ekspektasi *FCFE* tahun depan

k_e = Biaya ekuitas

g_n = Tingkat pertumbuhan stabil

2.9.2 Two Stage FCFE Model

Model ini digunakan untuk menilai perusahaan yang memiliki dua tahap tingkat pertumbuhan yaitu tingkat pertumbuhan yang cepat di awal periode dan

tingkat pertumbuhan yang stabil untuk seterusnya sebagai nilai terminal pada tahap berikutnya (Damodaran, 2002).

$$\text{Nilai aset} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1+k_{e,hg})^t} + \left[\frac{P_n}{(1+k_{e,st})^n} \right] \quad (2.28)$$

$$P_n = \frac{FCFE_{n+1}}{(k_{e,st} - g_n)} \quad (2.29)$$

$FCFE_t$ = FCFE pada tahun t

P_n = nilai pada saat akhir dari masa pertumbuhan tinggi

k_e = biaya ekuitas di masa pertumbuhan tinggi (hg) dan stabil (st)

g_n = tingkat pertumbuhan di masa stabil

2.9.3 Three Stage FCFE Model

Model ini digunakan untuk menilai perusahaan yang memiliki tiga tahap pertumbuhan yaitu tahap pertama saat pertumbuhan yang tinggi, tahap kedua atau transisi saat pertumbuhan menurun, dan tahap ketiga atau tahap stabil saat pertumbuhan stabil (Damodaran, 2002).

Nilai aset =

$$\sum_{t=1}^{t=n_1} \frac{FCFE_t}{(1+k_{e,hg})^t} + \sum_{t=n_1+1}^{t=n_2} \frac{FCFE_t}{(1+k_{e,t})^t} + \left[\frac{FCFE_{n_2}(1+g_{st})}{(k_{e,st} - g_{st})(1+k_{e,st})^{n_2}} \right] \quad (2.30)$$

$FCFE_t$ = FCFE pada tahun t

n_1 = akhir masa pertumbuhan tinggi

n_2 = akhir masa pertumbuhan menurun

k_e = biaya ekuitas masa pertumbuhan tinggi (hg), transisi (t), stabil (st)

g_{st} = pertumbuhan pada masa stabil

2.10 Perbedaan antara *DDM* dan *FCFE*

Perbedaan mendasar antara *DDM* dan *FCFE* adalah mengenai definisi arus kas. Untuk metode *DDM*, maka arus kas yang diterima pemilik modal adalah murni berasal dari dividen, sedangkan pada metode *FCFE* arus kas didefinisikan secara lebih luas sebagai arus kas residual setelah memenuhi semua kewajiban keuangan dan kebutuhan investasi (dalam aktiva tetap dan modal kerja).

Jika perusahaan membagikan dividen yang jumlahnya berbeda dengan *FCFE*, maka hasil penilaian dari kedua model akan berbeda.

Rasio dividen yang dibagikan dengan *FCFE* menunjukkan seberapa besar arus kas yang tersedia dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen. Jika rasio mendekati 1 berarti perusahaan membagikan hampir semua arus kas residual yang tersedia kepada pemegang saham. Jika rasio secara signifikan kurang dari 1 berarti perusahaan membagikan lebih sedikit daripada yang mampu dibagikan dan sisanya terdapat dalam saldo kas atau investasi dalam surat-surat berharga. Jika secara signifikan di atas 1, maka berarti perusahaan membagikan lebih dari yang mampu dibagikan dan membiayainya dari saldo kas yang ada atau mengeluarkan saham baru ataupun berasal dari dana pinjaman.

Jika melakukan penilaian hanya berdasarkan pada dividen yang dibagikan, maka jika perusahaan yang akan dinilai membagikan dividen lebih kecil daripada yang mampu dibagikan konsekuensinya adalah hasil penilaian akan menjadi terlalu rendah. Demikian pula sebaliknya.

Dalam hal penilaian untuk pengambilalihan dengan kesempatan untuk merubah kebijakan pembagian dividen, maka penilaian dengan menggunakan *FCFE* akan menghasilkan estimasi nilai yang lebih baik (Damodaran, 2002).

2.11 Faktor yang Menyebabkan Perusahaan Membagikan Dividen Lebih Sedikit Daripada yang Mampu Dibayarkan

Banyak perusahaan yang membagikan dividen lebih sedikit daripada yang mampu dibagikan. Hal ini disebabkan oleh beberapa hal, diantaranya (Damodaran, 2002):

a) Keinginan untuk menjaga kestabilan pembagian dividen.

Pada saat perusahaan memiliki tingkat keuntungan yang tinggi, maka pemegang saham akan senang jika mendapatkan dividen dalam jumlah yang tinggi. Namun saat perusahaan menurun tingkat keuntungannya, pemegang saham terkadang sulit untuk bisa menerima. Untuk menjaga agar pembagian dividen tidak berfluktuasi, maka perusahaan cenderung untuk membagikan dividen dalam jumlah yang tetap.

b) Kebutuhan investasi masa depan.

Adanya kebutuhan untuk investasi aktiva tetap di masa mendatang membuat perusahaan menahan sebagian arus kas nya dan tidak membagikan dalam bentuk dividen

c) Perpajakan.

Jika dividen dikenai pajak lebih tinggi daripada pajak terhadap *capital gain*, maka perusahaan akan cenderung membayarkan dividen lebih kecil daripada yang mampu dibayarkannya.

d) Pemberian signal.

Dividen dapat digunakan untuk memberikan signal akan prospek perusahaan di masa mendatang. Oleh karenanya terkadang perusahaan memanfaatkan kebijakan dividennya sebagai alat untuk memberikan signal.

e) Tujuan pribadi manajemen.

Manajemen mungkin secara sengaja menahan arus kas yang tersedia dan tidak membayarkan dividen untuk tujuan berjaga-jaga jika suatu saat pendapatan menurun.

2.12 Studi Mengenai *DDM* dan *GGM*

Dalam studi mengenai *DDM* dan *GGM* dalam jangka panjang yang dilakukan terhadap Bank of Montreal dalam kurun waktu penelitian 1817 - 2003, Foerster dan Sapp (2005,1) mengatakan "*Over our entire sample period, we find that dividend based models perform well at explaining actual prices.*" Pemilihan Bank of Montreal sebagai obyek penelitian didasarkan atas kriteria satu perusahaan yang secara teratur membayar dividen selama jangka waktu yang panjang. Foerster dan Sapp membandingkan penilaian dengan penggunaan metode *DDM* dan *GGM* dengan metode penilaian yang berdasarkan perbandingan pendapatan (*earning*) dengan harga saham (*earning yield model*). Dalam penelitiannya, Foerster dan Sapp menemukan bahwa metode penilaian dengan *DDM* dan *GGM* menghasilkan penilaian yang lebih baik daripada metode berdasarkan *earning yield*.

2.13 Kritik Mengenai Metode Penilaian Dengan Menggunakan *FCFE*

Dalam artikelnya mengenai potensial dividen, Pareja dan Magni (2009) mengatakan bahwa potensial dividen yang terkandung dalam *FCFE* tidak dapat dimasukkan dalam penghitungan nilai perusahaan. Potensial dividen ini adalah selisih antara *FCFE* dan dividen yang dibayarkan, yaitu arus kas yang terdapat di dalam aset likuid (kas, setara kas, dan investasi dalam surat-surat berharga).

Model *FCFE* dari Damodaran (2002) mengakui aset likuid ini sebagai bagian dari *FCFE* dengan cara tidak memasukkan aset likuid dalam perhitungan kebutuhan modal kerja.

Dalam studinya, Parega dan Magni (2009) mengatakan bahwa dari konsep *discounted cash flow* yang menyebutkan bahwa perusahaan dinilai dari aliran arus kasnya, maka dengan mengakui unsur aset likuid (yang merupakan aset di dalam neraca) dalam perhitungan *FCFE* adalah berlawanan dengan dengan konsep tersebut. Perhitungan nilai perusahaan sebaiknya hanya berdasarkan atas pembayaran aktual atau dividen.

Selain itu, Parga dan Magni (2009) menemukan dalam studi empiriknya bahwa dividen yang dibayarkan memberikan nilai lebih banyak kepada pemegang saham daripada dalam bentuk aset likuid di dalam perusahaan sehingga investor menilai dividen lebih tinggi daripada aset likuid dalam perusahaan. Hal ini disebabkan karena aset likuid yang berada didalam perusahaan tidak dapat menghasilkan imbal hasil sebesar biaya ekuitas, sehingga *NPV* yang dihasilkan oleh aset likuid tersebut adalah negatif. Dengan memasukkan unsur aset likuid dalam perhitungan *FCFE* maka akan menyebabkan nilai perusahaan menjadi terlalu tinggi.

Secara tegas juga Parga dan Magni (2009) menolak asumsi yang diambil analis bahwa ada kemungkinan di masa depan perusahaan akan membagikan keseluruhan arus kas yang bebas sebagai dividen, jika secara historis hal itu tidak pernah dilakukan.

Menurut Parga dan Magni (2009,146), "*The main conclusion from this work is that practitioners and teachers should abandon the practice to not include liquid assets in the working capital when calculating cash flows*".

Dari studinya, disimpulkan bahwa aset likuid sebaiknya dimasukkan dalam perhitungan modal kerja pada saat menghitung *FCFE*.

2.14 Metode Penilaian Lain – Penilaian Berdasarkan Perbandingan

Penilaian suatu aset keuangan selain dengan menggunakan arus kas di masa depan yang didiskontokan dengan biaya modalnya, maka bisa dilakukan dengan metode perbandingan (Damodaran, 2002).

Asumsi dasar yang dipakai dalam melakukan penilaian berdasarkan perbandingan adalah bahwa nilai rata-rata di pasar adalah benar, dan bahwa setiap aset dalam satu industri nilainya akan bergerak mendekati nilai rata-rata di pasar.

Beberapa alat ukur yang dapat dipakai adalah *price earning ratio (P/E ratio)*, *price to book value* dan *price to sales value*.

Jika didapatkan nilai aset yang diukur tersebut lebih rendah daripada rata-rata industrinya, maka dikatakan aset tersebut masih di bawah nilai yang

seharusnya (*undervalued*), dan akan segera bergerak mendekati nilai rata-rata industrinya.

2.15 Studi Mengenai Penentuan Nilai Intrinsik yang Sudah Pernah Dilakukan Sebelumnya.

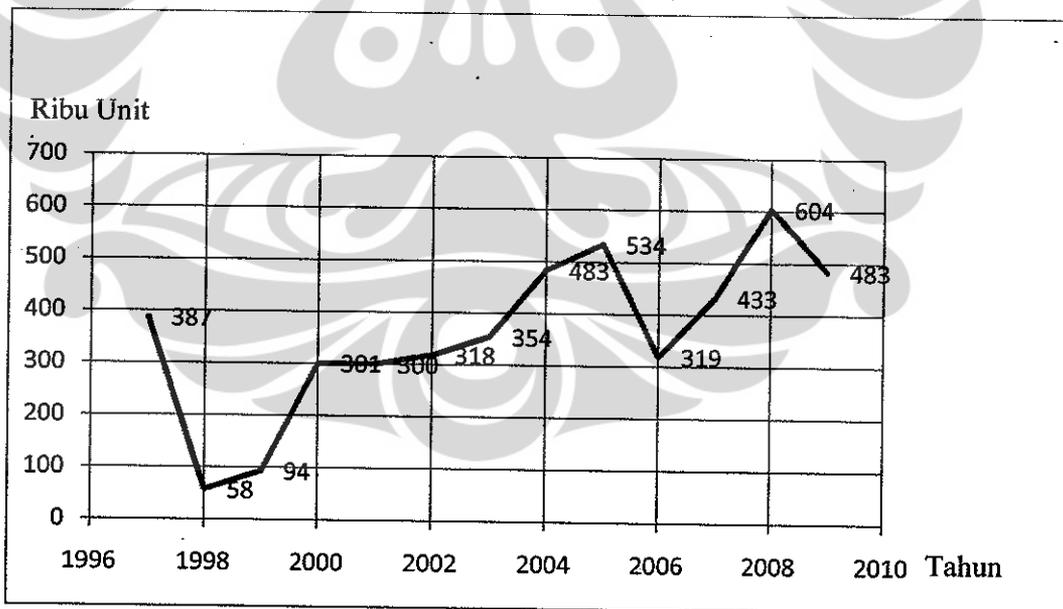
- Giripati (2004), melakukan studi kasus untuk menentukan nilai intrinsik PT. HM Sampoerna Tbk dengan menggunakan metode *FCFE* dan *Abnormal Earnings* dan membandingkannya dengan harga pasar yang berlaku saat itu. Dikatakan bahwa metode *FCFE* cocok dipakai untuk menilai perusahaan yang mempunyai tingkat hutang yang stabil. Sedangkan metode *Abnormal Earning* dipakai untuk menghitung kelebihan laba setelah pajak yang dapat dinikmati perusahaan setelah dikurangi dengan tingkat pengembalian yang disyaratkan oleh pemegang saham.
- Satya (2010), melakukan studi kasus pada PT. BW Plantation Tbk dengan menggunakan metode *FCFE* dua tahapan dan *P/E multiple* untuk mengetahui nilai intrinsik perusahaan dan membandingkannya dengan penetapan harga saham perdana PT. BW Plantation Tbk. Dari hasil penelitiannya diketahui bahwa nilai intrinsik PT. BW Plantation Tbk dibawah nilai harga penawaran perdananya. Pada penelitiannya, Satya (2010) memilih menggunakan metode *FCFE* daripada metode *DDM* karena pada praktiknya banyak perusahaan tidak membagikan dividen dan sulit untuk memperkirakan besar dividen dalam jangka panjang. Sedangkan metode *P/E multiple* dipilih karena metode ini bisa dipakai oleh penjamin emisi untuk menentukan harga saham perdana dengan cara mengalikan rata-rata PER sektor industri yang sejenis di pasar sekunder dengan laba bersih per saham perusahaan.

BAB 3 INDUSTRI DAN PERUSAHAAN

3.1 Gambaran Industri Otomotif Indonesia 1997 - 2009

Secara umum, industri otomotif sangat dipengaruhi oleh kondisi perekonomian Negara. Disaat kondisi ekonomi meningkat maka industri otomotif akan mengalami peningkatan. Demikian juga jika kondisi ekonomi sedang terjadi krisis yang ditandai dengan pertumbuhan ekonomi yang rendah, tingkat bunga tinggi, tingginya tingkat pengangguran, maka industri otomotif juga akan terkena dampaknya. Hal ini dikarenakan orang akan menunda pembelian mobil dan memprioritaskan kepada konsumsi barang-barang kebutuhan dasar atau kebutuhan sehari-hari.

Hal ini seperti terlihat dalam grafik data historis penjualan mobil di Indonesia tahun 1997 – 2009 yang diambil dari situs Gabungan Industri Kendaraan Bermotor Indonesia (Gaikindo) sebagai berikut:



Sumber: <http://www.gaikindo.or.id>, 15 Oktober 2010.

Gambar 3.1. Data Penjualan Mobil 1997 - 2009

Berdasarkan informasi dari situs Gaikindo (15 Oktober 2010), pada tahun 1998, penjualan mengalami penurunan yang cukup signifikan dikarenakan adanya krisis ekonomi di kawasan Asia Tenggara yang dimulai pada tahun 1997.

Penurunan penjualan di tahun 2006 terjadi sebagai akibat adanya kenaikan harga bahan bakar domestik yang cukup signifikan (lebih dari 80,00%) di bulan Oktober 2005 sebagai akibat dari kebijakan pemerintah untuk mengurangi subsidi BBM.

Walaupun dibayang-bayangi oleh krisis global yang melanda Negara Eropa dan Amerika, pada tahun 2008 penjualan mobil mencapai rekor tertinggi sejak tahun 1997 yaitu dengan mencapai penjualan sebesar 604.000 unit. Hal ini ditunjang pula dengan kondisi perekonomian Indonesia yang cukup bagus, yaitu pertumbuhan ekonomi tahun 2008 mencapai 6,10%, kurs tengah BI rata-rata Rp 9.700,00 per USD dan tingkat bunga BI rata-rata sebesar 8,67%.

Namun, pada tahun 2009 penjualan mobil kembali mengalami penurunan yang diakibatkan oleh melemahnya kurs rupiah terhadap USD (kurs tengah BI rata-rata Rp 10.400,00 per 1 USD). Melemahnya kurs USD ini menyebabkan harga mobil dan suku cadang mengalami kenaikan. Di tahun 2009 ini untuk menjaga terhadap dampak krisis ekonomi global, BI telah mulai menurunkan tingkat bunga sehingga tingkat bunga BI rata-rata di tahun 2009 sebesar 7,15%.

3.2. Analisis *Five Forces Model of Competition*

Untuk mengetahui kekuatan PT. XYZ sebagai *dealer* mobil merek Nissan di Indonesia maka digunakan analisis *five forces model of competition* dari Michael Porter yaitu: tekanan persaingan diantara penjual, tekanan dari pemasok, tekanan dari pembeli, tekanan dari pesaing baru, tekanan dari barang substitusi (Gamble & Thompson, 2009).

a. Tekanan persaingan diantara penjual

Tekanan persaingan diantara penjualan mobil berbagai merek bersifat tinggi. Hal ini disebabkan setiap merek berlomba-lomba untuk membuat

penawaran yang menarik bagi pembeli sedangkan biaya pembeli untuk berpindah merek rendah.

Penjualan merek Nissan di Indonesia menempati urutan keenam secara Nasional dengan pangsa pasar sebesar 4,78% (www.gaikindo.or.id, 15 Oktober 2010).

Berikut data penjualan sepuluh besar merek mobil di Indonesia berdasarkan posisi per September 2010

Tabel 3.1
Sepuluh Besar Penjualan Mobil Nasional 2008 s/d Sept 2010

	Merek	2008		2009		Sep-10	
1	Toyota	211.909	35,10%	186.687	38,61%	207.472	38,36%
2	Daihatsu	78.041	12,93%	77.513	16,03%	83.691	15,47%
3	Mitsubishi	87.524	14,50%	61.735	12,77%	72.534	13,41%
4	Suzuki	73.067	12,10%	44.689	9,24%	47.462	8,78%
5	Honda	52.500	8,70%	39.570	8,18%	43.635	8,07%
6	Nissan	31.879	5,28%	21.440	4,43%	25.843	4,78%
7	Isuzu	25.325	4,19%	15.236	3,15%	16.572	3,06%
8	Hino	14.227	2,36%	11.390	2,36%	15.042	2,78%
9	Ford	7.999	1,32%	6.348	1,31%	4.652	0,86%
10	Mazda	2.241	0,37%	1.542	0,32%	4.326	0,80%
11	Lain-lain	19.062	3,16%	17.398	3,60%	19.641	3,63%
	Total Nasional	603.774	100,00%	483.548	100,00%	540.870	100,00%

* Angka di atas dalam unit mobil, kecuali pangsa pasar.

Sumber: <http://www.gaikindo.or.id>, 15 Oktober 2010.

b. Tekanan dari pemasok

Tekanan dari pemasok bersifat tinggi. Terdapat ikatan kerja sama eksklusif antara Indomobil Group dan PT. Nissan Motor Distributor Indonesia sebagai *sole distributor* merek Nissan di Indonesia, sehingga PT NMDI merupakan pemasok tunggal mobil merek Nissan kepada dealer-dealer resmi Nissan yang tergabung dalam Indomobil Group (www.nissan.co.id, 15 Oktober 2010). Oleh karena hanya ada satu pemasok, maka pemasok mempunyai kekuatan untuk menekan yang cukup besar terhadap *dealer*.

c. Tekanan dari pembeli

Tekanan dari pembeli bersifat tinggi, karena pembeli dapat dengan mudah memilih mobil merek lain. Hal ini juga disebabkan informasi yang tersedia bagi pembeli dari berbagai distributor merek mobil cukup banyak dan terbuka, sehingga pembeli dapat membanding-bandingkan diantara berbagai merek untuk memilih yang paling sesuai dengan kebutuhan mereka.

d. Tekanan dari pesaing baru

Tekanan dari pesaing baru bersifat rendah. Hal ini karena untuk menjadi dealer mobil dibutuhkan modal yang cukup besar dan di dalam industri otomotif sendiri sudah terdapat pemain-pemain yang cukup kuat yang sulit untuk disaingi (*dealer* Toyota, Honda, dll).

e. Tekanan dari barang substitusi

Tekanan dari barang substitusi bersifat sedang. Barang substitusi di sini diartikan sebagai alat transportasi yang dapat menggantikan mobil pribadi. Untuk substitusi dari mobil pribadi dapat diidentifikasi berupa taxi, motor, busway. Barang substitusi tersebut relatif lebih mudah diperoleh, sehingga orang yang sudah atau ingin naik mobil pribadi dapat dengan mudah beralih ke jenis transportasi alternatif tersebut. Tekanan dari barang substitusi ini akan bertambah tinggi saat subsidi BBM oleh pemerintah dikurangi atau dihilangkan nantinya. Masyarakat akan mencari mobil yang hemat BBM atau beralih dari mobil pribadi kepada motor atau kendaraan umum.

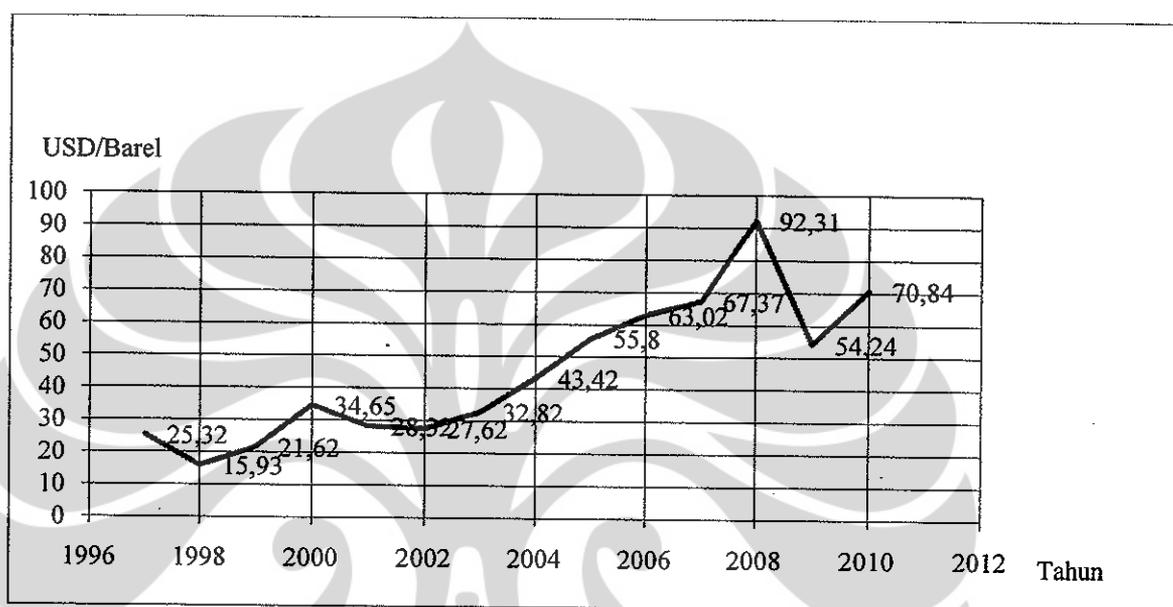
3.3 Harga Minyak Mentah Dunia

Sementara itu, kenaikan harga minyak mentah dunia juga dapat mempengaruhi kondisi ekonomi karena akan mempengaruhi harga BBM dan mempengaruhi tingkat inflasi dalam negeri. Pemerintah sudah bertekad untuk mengurangi subsidi BBM ke depannya, sehingga kenaikan harga BBM akan dirasakan langsung oleh masyarakat. Harga minyak mentah dunia sendiri cenderung berfluktuasi dan cenderung meningkat dari tahun ke tahun.

Universitas Indonesia

Karena harga BBM cenderung meningkat dan adanya kebijakan pengurangan subsidi oleh pemerintah, maka kedepannya masyarakat Indonesia juga akan semakin menginginkan mobil yang hemat BBM.

Berikut disampaikan data historis harga rata-rata minyak mentah dunia periode tahun 1997 – Mei 2010.



Sumber: http://inflationdata.com/inflation/inflation_rate/historical_oil_prices_table.asp,
15 Oktober 2010.

Gambar 3.2: Harga Rata-Rata Minyak Mentah Dunia (1997 – Mei 2010)

3.4 Proyeksi Industri Otomotif Indonesia 2010 - 2015

Menurut analisis dari *Organization for Economic Cooperation and Development (OECD)* yang ditulis dalam situsnya pada tanggal 9 November 2010, enam Negara ASEAN di kawasan Asia Tenggara telah keluar dari krisis ekonomi global (Tabel 3.2). Hal ini ditandai dengan pertumbuhan ekonomi rata-rata untuk Negara Asean diharapkan dapat mencapai 7,30% ditahun 2010 dan 6,00% untuk lima tahun ke depan. Untuk Indonesia diharapkan dapat tumbuh pada level 6,60% untuk lima tahun ke depan.

Tabel 3.2
Pertumbuhan PDB Riil (Riil GDP Growth)

	2010	2015	Rata-rata 2003-2007	Rata-rata 2011-2015
Indonesia	6,10	7,10	5,50	6,60
Malaysia	6,50	5,30	6,00	5,50
Philippines	6,00	4,40	5,70	4,60
Singapore	14,00	4,50	7,50	4,70
Thailand	7,00	5,10	5,60	5,20
Vietnam	6,80	7,20	8,10	7,10
Rata-rata 6 Negara	7,30	6,00	6,10	6,00

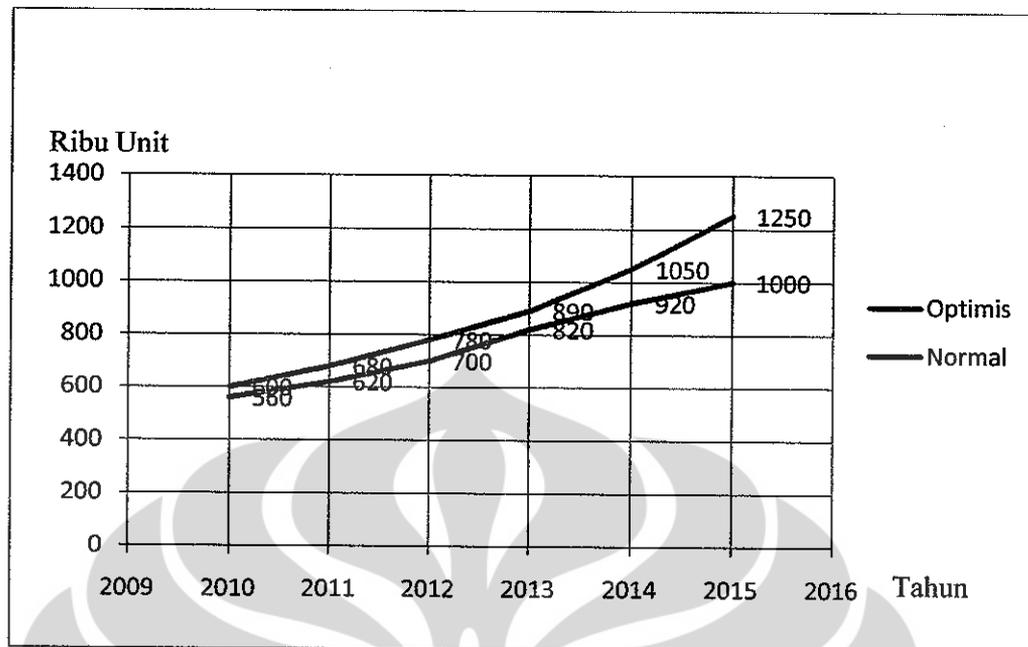
*Angka di atas dalam % perubahan

Sumber: OECD Development Center (2010)

Berdasarkan data dari Biro Pusat Statistik (BPS), pertumbuhan ekonomi Indonesia sampai dengan kuartal ketiga tahun 2010 mencapai 5,90%. Berdasarkan data dari Bank Indonesia, tingkat bunga BI rata-rata sampai dengan bulan November 2010 adalah 6,50%, kurs tengah BI rata-rata Rp 9.100,00 per 1 USD dan target inflasi antara 4,00% - 6,00%.

Berdasarkan data dari Kementerian Keuangan, untuk tahun 2011 RAPBN mengasumsikan pertumbuhan ekonomi sebesar 6,40%, tingkat bunga BI 6,50%, tingkat inflasi 5,30%, nilai tukar Rp 9.250,00 per 1 USD dan harga minyak mentah dunia USD 80,00 per barel.

Dengan harapan adanya kondisi ekonomi yang stabil dalam lima tahun ke depan di Indonesia, maka hal ini tergambar dalam proyeksi penjualan mobil yang dibuat oleh Gaikindo untuk tahun 2010-2015 sebagai berikut:



Sumber: <http://www.gaikindo.or.id>, 15 Oktober 2010.

Gambar 3.3 Proyeksi Penjualan Mobil 2010 – 2015

3.5 Nissan Secara Global

Secara global, Nissan mempunyai visi untuk memperkaya kehidupan setiap individu. Misi Nissan adalah untuk menyediakan produk dan servis otomotif yang unik dan inovatif yang memberikan nilai yang superior kepada semua pihak yang terlibat dalam perusahaan dalam aliasinya dengan Renault.

Secara global Nissan menyadari bahwa pertumbuhan penjualan mobil akan berada pada level menengah terutama di pasar Negara berkembang.

Nissan juga menyadari bahwa tren ke depan yang juga penting adalah mengenai masalah lingkungan yaitu untuk menghasilkan mobil yang hemat bahan bakar dan ramah lingkungan (www.nissan-global.com, 15 Oktober 2010).

3.6 Telaah Umum Nissan Dealer di Indonesia

Di Indonesia, Agen Tunggal Pemegang Merek Nissan adalah PT. Nissan Motor Indonesia (PT. NMI) sedangkan *Sole Distributor* Merek Nissan adalah PT. Nissan Motor Distributor Indonesia (PT. NMDI). Pemegang saham mayoritas dari

Universitas Indonesia

PT. NMI dan PT. NMDI adalah Nissan Motor Co. Ltd (www.nissan.co.id, 15 Oktober 2010).

PT. NMI dan PT. NMDI menjalin kerjasama secara eksklusif dalam bidang pemasaran mobil dengan Indomobil Group sejak tahun 1980-an. Mobil-mobil Nissan secara eksklusif dipasarkan di Indonesia melalui *dealer-dealer* yang dimiliki sepenuhnya atau secara mayoritas oleh Indomobil Group.

Per November 2010, Indomobil Group memiliki 52 *dealer* yang tersebar di Pulau Sumatra, Jawa, Bali, Kalimantan dan Sulawesi. Dari 52 *dealer* tersebut sejumlah 22 *dealer* dimiliki sepenuhnya oleh Indomobil Group dan selebihnya adalah merupakan *Joint Dealer (JD)* dengan *partner* lokal (kepemilikan Indomobil Group antara 50,50% - 51,00%, sisanya *partner* lokal).

Dalam menjalankan kegiatan operasional sehari-hari, *dealer* ini bersifat independen terhadap PT. NMI dan PT. NMDI sehingga tidak melaporkan hasil operasionalnya kepada PT. NMI dan PT. NMDI. *Dealer-dealer* ini melaporkan hasil operasionalnya kepada para pemegang saham, yaitu pihak Indomobil Group dan *partner* lokal.

3.7 Pendapatan dan Biaya Operasional *Dealer*

Kegiatan utama dari *dealer-dealer* ini adalah untuk penjualan mobil baru dan suku cadang, servis mobil dan kegiatan administrasi pendukung (Laporan keuangan beserta laporan auditor independen, 31 Desember 2009 dan 2008).

Sumber pendapatan utama dari *dealer-dealer* ini adalah dari keuntungan penjualan mobil baru, suku cadang dan servis. Sedangkan komponen biaya operasional utamanya adalah terdiri dari biaya karyawan, biaya depresiasi bangunan dan peralatan bengkel, dan biaya utilitas (listrik, telepon, perlengkapan kantor)

Keuntungan dari penjualan mobil baru merupakan selisih antara harga eceran kepada konsumen dan harga beli dari PT. NMDI. Penetapan harga jual eceran dilakukan oleh PT. NMI sebagai ATPM dengan memperhitungkan besaran laba kotor/margin yang sudah disepakati bersama dengan Indomobil Group bagi *Dealer* Nissan.

Dealer Nissan menganut *one price policy* yang artinya ada jaminan kepada pembeli bahwa dalam daerah yang sama, maka harga mobil Nissan pada *dealer* yang berbeda untuk tipe yang sama akan sama.

Karakteristik biaya operasional *dealer* Nissan adalah sebagian besar bersifat biaya tetap. Perusahaan dengan karakteristik seperti ini dikatakan mempunyai tingkat *operating keverage* yang tinggi. Perubahan kecil pada tingkat penjualan akan berpengaruh besar terhadap keuntungan dan kerugian perusahaan. Perusahaan dengan *operating leverage* yang tinggi mempunyai sensitivitas bisnis yang tinggi terhadap siklus bisnis.

3.8 Proyeksi Nissan Ke Depan

PT. NMI menyampaikan rencana strategis jangka menengahnya untuk Nissan Indonesia. Nissan mempunyai rencana strategis untuk meningkatkan pangsa pasar di Indonesia dari 4,40% di tahun 2009 menjadi lebih dari 10,00% di tahun 2013. Hal ini hendak dicapai dengan cara mengembangkan bagian desain produk, pabrik dan pemasarannya (www.nissan-global.com, 15 Oktober 2010).

Untuk mengembangkan desain produk, Nissan berencana untuk mendirikan pusat penelitian dan pengembangan di Indonesia di tahun 2011. Pusat penelitian dan pengembangan ini didirikan untuk mengetahui secara tepat kebutuhan pelanggan dan menghasilkan produk yang berkualitas tinggi pada waktu yang tepat.

Untuk mengembangkan produksi, Nissan berencana menambah investasi modal di Indonesia sebesar USD 20 juta untuk memperluas kapasitas produksi. Dengan perluasan ini diharapkan dapat menghasilkan 100.000 unit per tahun, dua kali lipat dari kapasitas saat ini 50.000 unit per tahun.

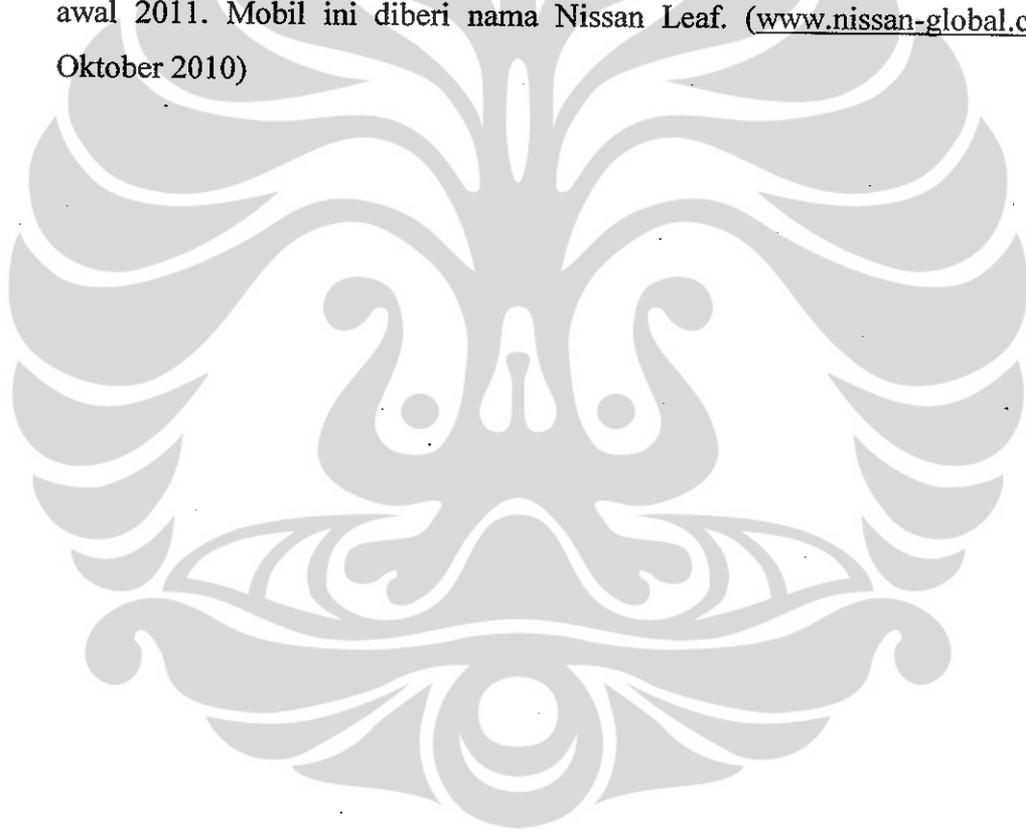
Untuk mengembangkan pemasaran, Nissan berencana untuk menambah dealer menjadi 80 unit untuk mencapai penjualan 90.000 per tahun di tahun 2013.

Sebagai bagian dari tujuan strategis ini, pada tanggal 13-14 November 2010 telah diluncurkan Nissan March atau Nissan Micra. Nissan Micra ini sebelumnya sudah diluncurkan di Thailand pada bulan Maret 2010. Nissan Micra (1200 cc) disebut-sebut sebagai mobil yang ramah lingkungan, yaitu memenuhi

kriteria tidak lebih dari 1300 cc, pemakaian bensin minimal 20 km/liter, dan mengeluarkan emisi gas CO₂ kurang dari 120 gr/km. Untuk harga perdana, Nissan Micra ini dipasarkan dengan rentang harga Rp 138,80 juta (transmisi manual) – Rp 158,80 juta (transmisi otomatis).

Di tahun 2011, Nissan juga akan berencana akan mengeluarkan tipe *Crossover* di Indonesia yaitu Nissan Juke yang merupakan perpaduan antara *Sport Utility Vehicle* (SUV) dan mobil *sport*.

Sementara itu di Pabrik Oppama Jepang, Nissan sudah mulai memproduksi mobil listrik murni yaitu mobil dengan emisi nol dan akan mulai dipasarkan di Jepang dan Amerika pada bulan Desember 2010, dan Eropa pada awal 2011. Mobil ini diberi nama Nissan Leaf. (www.nissan-global.com, 25 Oktober 2010)



BAB 4

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

4.1 Hasil Regresi Model Indeks Tunggal

Dari regresi sederhana dengan menggunakan model indeks tunggal sesuai dengan persamaan (2.2) pada Bab 2, maka diantaranya akan didapatkan koefisien korelasi, koefisien determinasi, standar error, koefisien *intercept* (α) dan Beta (β).

4.1.1 Koefisien Korelasi, Koefisien Determinasi dan Standar Error

Koefisien korelasi yang ditunjukkan dengan angka *Multiple R* pada output regresi menunjukkan besar hubungan antara imbal hasil saham dengan imbal hasil premi risiko pasar. Koefisien korelasi berkisar antara -1 dan 1. Koefisien korelasi yang negatif menunjukkan hubungan berkebalikan sedangkan koefisien yang positif menunjukkan hubungan yang searah. Semakin besar angka koefisien korelasi, semakin besar hubungan antara kedua variabel.

Koefisien determinasi yang ditunjukkan dengan angka *R-square* pada output regresi menunjukkan besar variasi imbal hasil saham dapat dijelaskan oleh variasi dalam imbal hasil premi risiko pasar dalam persentase.

Standar error menunjukkan standar error dari model regresi. Semakin kecil standar error berarti model semakin baik.

Hasil koefisien korelasi, koefisien determinasi dan standar error dari regresi yang dilakukan terhadap imbal hasil saham kedua belas perusahaan sebagai berikut:

Tabel 4.1
Koefisien Korelasi, Koefisien Determinasi dan Standar Error

No	Saham	<i>Multiple R</i>	<i>R Square</i>	<i>Standard Error</i>
1	ASII	0,8427	0,7102	0,0724
2	SMSM	0,2813	0,0791	0,2190
3	PRAS	0,2317	0,0537	0,2562
4	AUTO	0,3461	0,1198	0,1232
5	MASA	0,3118	0,0972	0,1342
6	IMAS	0,0685	0,0047	0,4117
7	BRAM	0,0949	0,0090	0,2288
8	NIPS	0,0601	0,0036	0,3044
9	GDYR	0,0932	0,0087	0,1398
10	GJTL	0,0791	0,0063	0,1543
11	LPIN	0,0213	0,0005	0,4899
12	INDS	0,0334	0,0011	0,2946

Sumber: olahan peneliti

Dari hasil di atas terlihat bahwa imbal hasil saham ASII mempunyai hubungan yang paling besar dengan imbal hasil premi risiko pasar dibandingkan saham-saham perusahaan yang lain, yaitu sebesar 0,8427 (*Multiple R*).

R-Square saham ASII sebesar 0,7102 menunjukkan bahwa sebanyak 71,02% variasi dalam imbal hasil saham ASII dapat dijelaskan oleh variasi dalam imbal hasil risiko pasar.

Hasil regresi imbal hasil saham ASII juga memiliki standar error yang paling kecil yaitu sebesar 0,0724 dibandingkan saham-saham perusahaan yang lain.

4.1.2 Koefisien *Intercept* (α)

Dari hasil regresi didapatkan koefisien *intercept* yang perlu diuji dengan uji *T* (*t-stat*) dan uji Probabilitas (*p-value*).

Hipotesis untuk uji ini sebagai berikut:

H_0 = Koefisien regresi tidak signifikan

H_1 = Koefisien regresi signifikan

Uji T:

Jika statistik hitung < statistik tabel, maka H_0 diterima

Statistik tabel untuk $\alpha = 5\%$ dan $df = 90$ ($92-2$) adalah = 2,000

Uji Probabilitas:

Dengan $\alpha = 5\%$, jika $p\text{-value} > 0,025$, maka H_0 diterima

Hasil koefisien *intercept*, *t-stat* dan *p-value* dari regresi yang dilakukan terhadap imbal hasil saham kedua belas perusahaan sebagai berikut:

Tabel 4.2
Koefisien Intercept, t-Stat, p-Value

No	Saham	Coefficient	t-Stat	p-Value
1	ASII	0,0077	0,9941	0,3229
2	SMSM	0,0155	0,6582	0,5121
3	PRAS	0,0142	0,5155	0,6075
4	AUTO	0,0214	1,6124	0,1104
5	MASA	0,0044	0,1774	0,8604
6	IMAS	0,0537	1,2146	0,2277
7	BRAM	0,0254	1,0330	0,3044
8	NIPS	0,0326	0,9980	0,3210
9	GDYR	0,0127	0,8453	0,4002
10	GJTL	0,0183	1,1039	0,2726
11	LPIN	0,0741	1,4079	0,1626
12	INDS	0,0601	1,8982	0,0609

Sumber: olahan peneliti

Dari hasil regresi di atas, terlihat bahwa baik dari uji *T* dan uji Probabilitas, semua hasil pengujian adalah terima H_0 , yang artinya koefisien *intercept* (α) tidak signifikan, sehingga dapat dikatakan $\alpha = 0$ (Nol).

4.1.3 Koefisien Premi Risiko Pasar (β)

Dari hasil regresi didapatkan koefisien premi risiko pasar yang perlu diuji dengan uji *T* dan uji Probabilitas (*p-value*).

Hipotesis untuk uji ini sebagai berikut:

H_0 = Koefisien regresi tidak signifikan

H_1 = Koefisien regresi signifikan

Uji T:

Jika statistik hitung < statistik tabel, maka H_0 diterima

Statistik tabel untuk $\alpha = 5\%$ dan $df = 90$ ($92-2$) adalah = 2,000

Uji Probabilitas:

Dengan $\alpha = 5\%$, jika $p\text{-value} > 0,025$, maka H_0 diterima

Hasil koefisien premi risiko pasar, $t\text{-stat}$ dan $p\text{-value}$ dari regresi yang dilakukan terhadap imbal hasil saham kedua belas perusahaan sebagai berikut:

Tabel 4.3
Koefisien Premi Risiko Pasar, $t\text{-Stat}$, $p\text{-Value}$

No	Saham	Coefficient	$t\text{-Stat}$	$p\text{-Value}$
1	ASII	1,45	14,8505	0,0000
2	SMSM	0,82	2,7810	0,0066
3	PRAS	0,78	2,2592	0,0263
4	AUTO	0,58	3,4993	0,0007
5	MASA	0,42	1,7363	0,0935
6	IMAS	0,36	0,6517	0,5163
7	BRAM	0,28	0,9043	0,3682
8	NIPS	0,23	0,5711	0,5693
9	GDYR	0,17	0,8883	0,3767
10	GJTL	0,16	0,7524	0,4538
11	LPIN	0,13	0,2019	0,8405
12	INDS	0,13	0,3166	0,7523

Sumber: olahan peneliti

Dari hasil regresi di atas, dengan melihat pada $t\text{-stat}$ dan $p\text{-value}$ hasil regresi imbal hasil masing-masing saham, maka untuk tiga saham yaitu ASII, SMSM dan AUTO adalah tolak H_0 , yang artinya koefisien regresi adalah signifikan. Sedangkan koefisien regresi untuk sembilan saham yang lain adalah tidak signifikan (terima H_0), sehingga dapat dikatakan $\beta = 0$ (Nol).

Universitas Indonesia

Untuk perusahaan yang bersifat siklus (*cyclical*) seperti perusahaan otomotif, maka biasanya memiliki Beta yang lebih besar dari satu.

Oleh karenanya untuk PT. XYZ penulis akan menggunakan Beta hasil regresi imbal hasil saham ASII yaitu **1,45**.

4.2 Biaya Ekuitas

Biaya ekuitas dihitung dengan menggunakan model *CAPM* seperti yang terdapat pada persamaan (2.10) pada Bab 2. Dalam menghitung biaya ekuitas ini maka komponen yang diperlukan adalah tingkat imbal hasil bebas risiko, premi risiko dan Beta PT. XYZ.

4.2.1 Imbal Hasil Bebas Risiko

Untuk imbal hasil bebas risiko diambil dari tingkat bunga SBI untuk periode satu bulan pada minggu pertama bulan September 2010 yaitu sebesar **6,64%**.

4.2.2 Premi Risiko

Untuk premi risiko diambil dari *country risk premium* yang dikeluarkan oleh Aswath Damodaran pada bulan Januari 2010, yaitu sebesar **9,00%** untuk Indonesia.

4.2.3 Beta

Sesuai hasil perhitungan Beta pada sub bab 4.1.3, maka untuk Beta PT. XYZ didapatkan adalah sebesar **1,45**.

4.2.4 Perhitungan Biaya Ekuitas

Sesuai dengan persamaan (2.10) pada Bab 2, maka dapat dihitung biaya ekuitas PT. XYZ dengan metode *CAPM*.

$$K_e = r_f + \beta_i [E(r_M) - r_f]$$

$$K_e = 6,64\% + 1,45 (9,00\%)$$

$$\underline{K_e = 19,69\%}$$

4.3 Proyeksi 2010 – 2015 dan Nilai Terminal

Untuk melakukan estimasi nilai PT. XYZ, maka perlu dibuat proyeksi arus kas (baik berupa deviden ataupun arus kas bebas) yang akan diterima perusahaan di masa depan.

Untuk proyeksi ini penulis membatasi dengan proyeksi arus kas untuk tahun 2010 – 2015. Pada akhir tahun 2015 akan dihitung nilai terminal dari PT. XYZ dengan asumsi bahwa setelah tahun 2015 PT. XYZ akan terus beroperasi untuk waktu yang tak terbatas dengan tingkat pertumbuhan yang stabil.

4.4 Proyeksi Penjualan dan Laba Setelah Pajak Tahunan 2010-2015

Untuk membuat proyeksi penjualan tahunan 2010-2015 penulis menggunakan acuan proyeksi penjualan unit yang dikeluarkan oleh Gaikindo untuk penjualan nasional kendaraan semua merek tahun 2010-2015.

Gaikindo mengeluarkan proyeksi penjualan dalam dua skenario yaitu kondisi optimis dan kondisi normal. Penulis menambah satu skenario untuk penjualan Nasional seluruh merek yaitu kondisi pesimis. Pada kondisi pesimis ini, penulis mengasumsikan jumlah penjualan sebesar 90% dari kondisi normal.

Untuk jumlah penjualan unit Nissan secara nasional, penulis membuat asumsi berturut-turut 5,00%, 4,50% dan 4,00% pangsa pasar dari penjualan Nasional seluruh merek dalam kondisi berturut-turut optimis, normal dan pesimis.

Tabel 4.4
Proyeksi Penjualan Tahunan Dalam Unit

	Pangsa Pasar	Proyeksi Penjualan Tahunan (dalam unit)					
		P 2010	P 2011	P 2012	P 2013	P 2014	P 2015
Nasional							
Optimis		600.000	680.000	780.000	890.000	1.050.000	1.250.000
Normal		560.000	620.000	700.000	820.000	920.000	1.000.000
Pesimis		504.000	558.000	630.000	738.000	828.000	900.000
Nissan							
Optimis	5,00%	30.000	34.000	39.000	44.500	52.500	62.500
Normal	4,50%	25.200	27.900	31.500	36.900	41.400	45.000
Pesimis	4,00%	20.160	22.320	25.200	29.520	33.120	36.000

Sumber: olahan peneliti

Untuk proyeksi penjualan tahunan PT. XYZ dalam rupiah, penulis membuat proyeksi berdasarkan persentase kenaikan atau penurunan penjualan unit secara Nasional berdasarkan data dari Gaikindo.

Untuk proyeksi laba setelah pajak tahunan PT. XYZ, penulis membuat tiga skenario untuk tiga kondisi yaitu berturut-turut sebesar 2,35%, 2,00% dan 1,66% dari penjualan tahunan dalam rupiah berturut-turut untuk kondisi optimis, normal dan pesimis.

Tabel 4.5
Proyeksi Penjualan dan Laba Setelah Pajak Dalam Rupiah

Proyeksi Penjualan Tahunan (dalam unit)							
	2009	P 2010	P 2011	P 2012	P 2013	P 2014	P 2015
Nasional							
Optimis	483.548	600.000	680.000	780.000	890.000	1.050.000	1.250.000
Kenaikan		24%	13%	15%	14%	18%	19%
Normal	483.548	560.000	620.000	700.000	820.000	920.000	1.000.000
Kenaikan		16%	11%	13%	17%	12%	9%
Pesimis	483.548	504.000	558.000	630.000	738.000	828.000	900.000
Kenaikan		4%	11%	13%	17%	12%	9%
Proyeksi Penjualan Tahunan (dalam juta rupiah)							
	2009	P 2010	P 2011	P 2012	P 2013	P 2014	P 2015
PT. XYZ							
Optimis	58.479	72.514	81.941	94.232	107.424	126.761	150.845
Kenaikan		24%	13%	15%	14%	18%	19%
Normal	58.479	67.836	75.298	85.086	99.551	111.497	121.532
Kenaikan		16%	11%	13%	17%	12%	9%
Pesimis	58.479	60.818	67.508	76.284	89.253	99.963	108.959
Kenaikan		4%	11%	13%	17%	12%	9%
Proyeksi Laba Setelah Pajak Tahunan (dalam juta rupiah)							
	2009	P 2010	P 2011	P 2012	P 2013	P 2014	P 2015
PT. XYZ							
Optimis	971	1.704	1.926	2.214	2.524	2.979	3.545
Kenaikan		1,66%	2,35%	2,35%	2,35%	2,35%	2,35%
Normal	971	1.357	1.506	1.702	1.991	2.230	2.431
Kenaikan		1,66%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Pesimis	971	1.010	1.121	1.266	1.482	1.659	1.809
Kenaikan		1,66%	1,66%	1,66%	1,66%	1,66%	1,66%

Sumber: olahan peneliti

4.5 Dividen Discount Model (DDM)

Untuk perhitungan nilai perusahaan dengan menggunakan *DDM*, maka perlu ditentukan rasio pembagian deviden, tingkat pertumbuhan pada masa stabil, nilai terminal PT. XYZ di akhir tahun 2015 dan tingkat diskonto yang merupakan biaya ekuitas.

4.5.1 Rasio Pembagian Dividen

Untuk perhitungan pembagian dividen, penulis menggunakan asumsi rasio pembagian dividen 90,00% dari laba setelah pajak. Rasio ini digunakan dengan pertimbangan bahwa perusahaan tidak merencanakan untuk menambah investasi lagi yang signifikan di masa depan, sehingga pembagian dividen diasumsikan akan mendekati 100,00% dari laba setelah pajak.

Besarnya proyeksi dividen untuk tahun 2010-2015 pada kondisi optimis, normal dan pesimis dapat dilihat pada Tabel 4.6.

4.5.2 Tingkat pertumbuhan

Tingkat pertumbuhan dihitung dengan menggunakan rumus (2.15) dan tingkat retensi/*plowback ratio* (*b*) dengan menggunakan rumus (2.16) pada Bab 2.

Besarnya proyeksi tingkat pertumbuhan untuk tahun 2010-2015 pada kondisi optimis, normal dan pesimis dapat dilihat pada Tabel 4.6.

4.5.3 Nilai Terminal

Pada akhir tahun 2015 dihitung nilai terminal dari PT. XYZ dengan mengasumsikan bahwa dividen PT. XYZ akan tumbuh dengan tingkat pertumbuhan yang stabil sampai waktu yang tidak terbatas, yaitu sebesar rata-rata tingkat pertumbuhan 2010 – 2015. Untuk menghitung nilai terminal digunakan rumus (2.20) pada Bab 2. Hasil perhitungan nilai terminal dapat dilihat pada Tabel 4.7.

4.5.4 Tingkat Diskonto

Setelah didapatkan nilai dividen untuk tahun 2010-2015 dan nilai terminal PT XYZ di tahun 2015, maka dividen dan nilai terminal tersebut didiskontokan dengan tingkat diskonto sebesar biaya ekuitas yang telah dihitung yaitu 19,69%.

4.5.5 Nilai Perusahaan

Hasil dari diskonto nilai deviden tahun 2010 – 2015 dan nilai terminal adalah nilai dari PT. XYZ. Setelah didapatkan nilai PT. XYZ maka untuk mendapatkan 49,00% saham milik Partner lokal, nilai tersebut dikalikan dengan 49,00%. Hasil tersebut dapat dilihat pada Tabel 4.8.



Tabel 4.6
Proyeksi *growth* Tahun 2010 - 2015

Proyeksi Laba Setelah Pajak Tahunan (dalam juta rupiah)						
PT. XYZ	P 2010	P 2011	P 2012	P 2013	P 2014	P 2015
Optimis	1.704	1.926	2.214	2.524	2.979	3.545
Normal	1.357	1.506	1.702	1.991	2.230	2.431
Pesimis	1.010	1.121	1.266	1.482	1.659	1.809
Proyeksi Dividen Tahunan (dalam juta rupiah)						
PT. XYZ	P 2010	P 2011	P 2012	P 2013	P 2014	P 2015
Optimis	1.534	1.733	1.993	2.272	2.681	3.190
Normal	1.221	1.355	1.532	1.792	2.007	2.188
Pesimis	909	1.009	1.140	1.333	1.493	1.628
Proyeksi Laba Ditahan Tahunan (dalam juta rupiah)						
PT. XYZ	P 2010	P 2011	P 2012	P 2013	P 2014	P 2015
Optimis	170	193	221	252	298	354
Normal	136	151	170	199	223	243
Pesimis	101	112	127	148	166	181
Proyeksi Saldo Ekuitas Tahunan (dalam juta rupiah)						
PT. XYZ	P 2010	P 2011	P 2012	P 2013	P 2014	P 2015
Saldo 2009	10.120					
Optimis	10.290	10.483	10.704	10.957	11.255	11.609
Normal	10.256	10.406	10.576	10.776	10.999	11.242
Pesimis	10.221	10.333	10.460	10.608	10.774	10.955
Proyeksi ROE Tahunan (Laba Setelah Pajak/Saldo Ekuitas)						
PT. XYZ	P 2010	P 2011	P 2012	P 2013	P 2014	P 2015
Optimis	16,56%	18,37%	20,69%	23,04%	26,47%	30,53%
Normal	13,23%	14,47%	16,09%	18,48%	20,27%	21,62%
Pesimis	9,88%	10,85%	12,11%	13,97%	15,40%	16,51%
Proyeksi <i>growth</i> tahunan (b x ROE)						
PT. XYZ	P 2010	P 2011	P 2012	P 2013	P 2014	P 2015
Optimis	1,66%	1,84%	2,07%	2,30%	2,65%	3,05%
Normal	1,32%	1,45%	1,61%	1,85%	2,03%	2,16%
Pesimis	0,99%	1,08%	1,21%	1,40%	1,54%	1,65%
Rata - rata <i>growth</i> tahunan 2010 - 2015						
Optimis						2,26%
Normal						1,74%
Pesimis						1,31%

*Angka di atas dalam juta rupiah, kecuali proyeksi ROE dan *growth* (g) tahunan

Sumber: olahan peneliti

Tabel 4.7
Proyeksi Nilai Terminal

PT. XYZ	EAT 2015	g	EAT 2016 (EAT 2015 x (1+g))	D 2016 (0.9 x EAT 2016)	Nilai Terminal
Optimis	3.545	2,26%	3.625	3.262,51	18.719
Normal	2.431	1,74%	2.473	2.225,55	12.396
Pesimis	1.809	1,31%	1.832	1.649,21	8.974

*Angka di atas dalam juta rupiah, kecuali *growth (g)*

Sumber: olahan peneliti

Tabel 4.8
Nilai Perusahaan Menurut DDM

Dividen						
PT XYZ	P 2010	P 2011	P 2012	P 2013	P 2014	P 2015
Optimis	1.534	1.733	1.993	2.272	2.681	3.190
Normal	1.221	1.355	1.532	1.792	2.007	2.188
Pesimis	909	1.009	1.140	1.333	1.493	1.628
Nilai Terminal						
Optimis						18.719
Normal						12.396
Pesimis						8.974
Ke	1	2	3	4	5	6
19,69%	0,8355	0,6980	0,5832	0,4873	0,4071	0,3401
Nilai Perusahaan						
PT XYZ	Dividen	Nilai Terminal	Total	Indomobil	Partner Lokal	Total
Optimis	6.937	6.367	13.304	51%	49%	100%
Normal	5.294	4.216	9.510	6.785	6.519	13.304
Pesimis	3.939	3.052	6.992	4.850	4.660	9.510
				3.566	3.426	6.992

*Angka di atas dalam juta rupiah, kecuali K_e

Sumber: olahan peneliti

4.6 Free Cash Flow to Equity (FCFE)

Untuk mendapatkan nilai PT. XYZ dengan metode *FCFE*, maka perlu dihitung proyeksi arus kas bebas, nilai terminal di akhir tahun 2015 dan tingkat diskonto (*discount factor*) yang merupakan biaya ekuitas.

4.6.1 Proyeksi Arus Kas Bebas

Dalam membuat proyeksi arus kas bebas perlu dihitung kebutuhan investasi di masa depan baik dalam bentuk aktiva tetap maupun modal kerja.

4.6.1.1 Kebutuhan Investasi Aktiva Tetap

Berdasarkan data historis, maka kebutuhan investasi dalam aktiva tetap semakin menurun. Hal ini disebabkan perusahaan sudah mengarah ke dalam tahap stabil dan tidak banyak melakukan penambahan aktiva tetap.

Pada Tabel 4.9 disampaikan data historis penambahan aktiva tetap dari sejak PT. XYZ didirikan di tahun 2004.

Tabel 4.9
Data Historis Penambahan Aktiva Tetap dan Biaya Depresiasi Tahunan

Aktiva Tetap	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Biaya Perolehan	1.927	6.525	7.261	7.463	7.879	7.991
Akumulasi Penyusutan	31	101	423	808	1.333	1.828
Nilai Buku	1.896	6.424	6.838	6.655	6.546	6.163
Δ Biaya Perolehan	1.927	4.598	736	202	416	112
Δ Biaya Depresiasi	31	70	322	385	525	495

*Angka di atas dalam juta rupiah

Sumber: olahan peneliti

Dari data historis di atas terlihat semakin lama penambahan biaya depresiasi lebih besar daripada penambahan aktiva tetap.

Berdasarkan data historis maka untuk proyeksi di masa depan diasumsikan penambahan biaya perolehan aktiva tetap dan biaya depresiasi per tahun berturut-turut adalah sebesar **Rp 100.000.000,00** dan **Rp 500.000.000,00**.

4.6.1.2 Kebutuhan Investasi Modal Kerja

Dalam menghitung investasi dalam modal kerja, penulis menggunakan rata-rata aritmatika berdasarkan penambahan atau pengurangan modal kerja dalam periode 2004 – 2009.

Jika selisih antara aktiva lancar dan utang lancar adalah positif, maka dikatakan terjadi penambahan modal kerja atau aliran kas keluar. Sedangkan jika selisih antara aktiva lancar dan utang lancar adalah negatif maka dikatakan terjadi pengurangan modal kerja atau aliran kas masuk.

Penambahan atau pengurangan modal kerja untuk periode 2004 – 2009 terdapat pada tabel 4.10

Tabel 4.10
Data Historis Penambahan Modal Kerja Tahunan

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Aktiva Lancar	4.301	3.748	5.173	9.753	13.436	16.866
Hutang Lancar	3.077	3.356	3.906	7.829	10.503	12.979
Modal Kerja	1.224	392	1.267	1.924	2.933	3.887
Δ Modal Kerja		(832)	875	657	1.009	954
Rata-rata Δ Modal Kerja 2004 - 2009						533

*Angka di atas dalam juta rupiah

Sumber: olahan peneliti

Berdasarkan data historis, maka untuk proyeksi penambahan modal kerja di masa depan penulis menggunakan asumsi penambahan modal kerja setiap tahun adalah **Rp 500.000.000,00**.

4.6.1.3 Penghitungan Proyeksi Arus Kas Bebas

Setelah didapatkan proyeksi penambahan investasi dalam aktiva tetap dan dalam modal kerja tahunan, maka dapat dihitung proyeksi arus kas bersih dengan rumus (2.26) pada Bab 2. Hasil perhitungan proyeksi arus kas bebas dapat dilihat pada Tabel 4.11.

4.6.2 Nilai Terminal

Pada akhir tahun 2015 dihitung nilai terminal dari PT. XYZ dengan mengasumsikan bahwa arus kas bebas PT. XYZ akan tumbuh dengan tingkat pertumbuhan yang stabil sampai waktu yang tidak terbatas. Tingkat pertumbuhan diasumsikan sama dengan tingkat pertumbuhan yang sudah didapatkan pada sub bab 4.5.2 (Tabel 4.6) yaitu masing-masing sebesar 2,26%, 1,74% dan 1,31% pada kondisi optimis, normal dan pesimis. Untuk menghitung nilai terminal digunakan rumus (2.20) pada Bab 2. Hasil perhitungan nilai terminal dapat dilihat pada Tabel 4.11.

4.6.3 Tingkat Diskonto

Setelah didapatkan nilai arus kas bebas untuk tahun 2010-2015 dan nilai terminal PT XYZ di tahun 2015, maka arus kas bebas dan nilai terminal tersebut didiskontokan dengan tingkat diskonto sebesar biaya ekuitas yang telah dihitung yaitu 19,69%.

4.6.4 Nilai Perusahaan

Hasil dari diskonto nilai deviden tahun 2010 – 2015 dan nilai terminal adalah nilai dari PT. XYZ. Setelah didapatkan nilai PT. XYZ maka untuk mendapatkan 49,00% saham milik *partner* lokal, nilai tersebut dikalikan dengan 49,00%. Hasil tersebut dapat dilihat pada Tabel 4.11.

Tabel 4.11
Nilai Perusahaan Menurut FCFE

Kondisi Optimis	2010	2011	2012	2013	2014	2015
EAT	1.704	1.926	2.214	2.524	2.979	3.545
Δ Pembelian AT	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)
Δ Depresiasi	500	500	500	500	500	500
Δ NWC	(500)	(500)	(500)	(500)	(500)	(500)
<i>FCFE</i>	1.604	1.826	2.114	2.424	2.879	3.445
Nilai Terminal						20.212
Nilai Kini Total						14.248
51% - Indomobil						7.266
49% - Partner Lokal						6.981
Kondisi Normal	2010	2011	2012	2013	2014	2015
EAT	1.357	1.506	1.702	1.991	2.230	2.431
Δ Pembelian AT	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)
Δ Depresiasi	500	500	500	500	500	500
Δ NWC	(500)	(500)	(500)	(500)	(500)	(500)
<i>FCFE</i>	1.257	1.406	1.602	1.891	2.130	2.331
Nilai Terminal						13.207
Nilai Kini Total						10.039
51% - Indomobil						5.120
49% - Partner Lokal						4.919
Kondisi Pesimis	2010	2011	2012	2013	2014	2015
EAT	1.010	1.121	1.266	1.482	1.659	1.809
Δ Pembelian AT	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)
Δ Depresiasi	500	500	500	500	500	500
Δ NWC	(500)	(500)	(500)	(500)	(500)	(500)
<i>FCFE</i>	910	1.021	1.166	1.382	1.559	1.709
Nilai Terminal						9.420
Nilai Kini Total						7.246
51% - Indomobil						3.695
49% - Partner Lokal						3.550
Tingkat Diskonto	1	2	3	4	5	6
19,69%	0,8355	0,6980	0,5832	0,4873	0,4071	0,3401

*Angka di atas dalam juta rupiah, kecuali tingkat diskonto

Sumber: olahan peneliti

4.7 Proyeksi PT. XYZ

PT XYZ membuat proyeksi penjualan untuk tahun 2010 – 2015. Berdasarkan proyeksi penjualan tersebut penulis mencoba untuk mencari nilai perusahaan dengan membuat tiga skenario yaitu optimis, normal dan pesimis. Kondisi optimis, normal dan pesimis dengan mengasumsikan pencapaian laba setelah pajak berturut-turut sebesar 2,35%, 2,00% dan 1,66% dari proyeksi penjualan yang dibuat PT. XYZ.

Berdasarkan kondisi ini maka didapatkan proyeksi laba setelah pajak untuk tahun 2010-2015 seperti yang terdapat pada tabel 4.12

Tabel 4.12
Proyeksi Penjualan dan Laba Setelah Pajak PT XYZ

Kondisi Optimis	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Penjualan	65.195	80.393	88.044	97.235	101.638	106.898
EAT - Optimis	1.532	1.889	2.069	2.285	2.388	2.512
EAT - Normal	1.304	1.608	1.761	1.945	2.033	2.138
EAT - Pesimis	1.082	1.335	1.462	1.614	1.687	1.775

*Angka di atas dalam juta rupiah

Sumber: olahan peneliti

4.7.1 Nilai PT. XYZ Berdasarkan *DDM*

Berdasarkan data pada Tabel 4.12, maka dapat diproyeksikan dividen dengan asumsi rasio pembagian dividen 90,00% dari laba setelah pajak, nilai terminal dan nilai PT. XYZ menurut *DDM*.

Proyeksi dividen, nilai terminal dan nilai PT. XYZ berturut-turut dapat dilihat pada Tabel 4.13, Tabel 4.14 dan Tabel 4.15.

4.7.2 Nilai PT. XYZ Berdasarkan *FCFE*

Berdasarkan data pada Tabel 4.12 dan rata-rata tingkat pertumbuhan pada masa stabil pada Tabel 4.13, maka dapat diproyeksikan arus kas bebas, nilai terminal dan nilai PT. XYZ menurut metode *FCFE*.

Proyeksi arus kas bebas, nilai terminal dan nilai PT. XYZ dapat dilihat pada Tabel 4.16



Tabel 4.13
Proyeksi *growth* Tahun 2010 - 2015 PT. XYZ

Laba Setelah Pajak (dalam juta rupiah)						
	P 2010	P 2011	P 2012	P 2013	P 2014	P 2015
Optimis	1.532	1.889	2.069	2.285	2.388	2.512
Normal	1.304	1.608	1.761	1.945	2.033	2.138
Pesimis	1.082	1.335	1.462	1.614	1.687	1.775
Dividen (dalam juta rupiah)						
	P 2010	P 2011	P 2012	P 2013	P 2014	P 2015
Optimis	1.379	1.700	1.862	2.057	2.150	2.261
Normal	1.174	1.447	1.585	1.750	1.829	1.924
Pesimis	974	1.201	1.315	1.453	1.518	1.597
Laba Ditahan (dalam juta rupiah)						
	P 2010	P 2011	P 2012	P 2013	P 2014	P 2015
Optimis	153	189	207	229	239	251
Normal	130	161	176	194	203	214
Pesimis	108	133	146	161	169	177
Saldo Ekuitas (dalam juta rupiah)						
	P 2010	P 2011	P 2012	P 2013	P 2014	P 2015
Saldo 2009	10.120					
Optimis	10.273	10.462	10.669	10.898	11.136	11.388
Normal	10.250	10.411	10.587	10.782	10.985	11.199
Pesimis	10.228	10.362	10.508	10.669	10.838	11.015
ROE (Laba Setelah Pajak/Saldo Ekuitas)						
	P 2010	P 2011	P 2012	P 2013	P 2014	P 2015
Optimis	14,91%	18,06%	19,39%	20,97%	21,45%	22,06%
Normal	12,72%	15,44%	16,63%	18,04%	18,50%	19,09%
Pesimis	10,58%	12,88%	13,91%	15,13%	15,57%	16,11%
growth = b x ROE						
	P 2010	P 2011	P 2012	P 2013	P 2014	P 2015
Optimis	1,49%	1,81%	1,94%	2,10%	2,14%	2,21%
Normal	1,27%	1,54%	1,66%	1,80%	1,85%	1,91%
Pesimis	1,06%	1,29%	1,39%	1,51%	1,56%	1,61%
Rata - rata growth 2010 - 2015						
Optimis						1,95%
Normal						1,67%
Pesimis						1,40%

Sumber: olahan peneliti

Tabel 4.14
Proyeksi Nilai Terminal PT. XYZ

Kondisi	EAT 2015	g	EAT 2016 (EAT 2015 x (1+g))	D 2016	Nilai Terminal
Optimis	2.512	1,95%	2.561	2.305	12.991
Normal	2.138	1,67%	2.174	1.956	10.859
Pesimis	1.775	1,40%	1.799	1.619	8.856

*Angka di atas dalam juta rupiah, kecuali *growth (g)*

Sumber: olahan peneliti

Tabel 4.15
Nilai PT. XYZ Menurut DDM

Dividen						
	P 2010	P 2011	P 2012	P 2013	P-2014	P 2015
Optimis	1.379	1.700	1.862	2.057	2.150	2.261
Normal	1.174	1.447	1.585	1.750	1.829	1.924
Pesimis	974	1.201	1.315	1.453	1.518	1.597
Nilai Terminal						
Optimis						12.991
Normal						10.859
Pesimis						8.856
Ke	1	2	3	4	5	6
19,69%	0,8355	0,6980	0,5832	0,4873	0,4071	0,3401
Nilai Perusahaan						
	Dividen	Nilai Terminal	Total	Indomobil	Partner Lokal	Total
Optimis	6.071	4.419	10.490	51%	49%	100%
Normal	5.167	3.694	8.860	5.350	5.140	10.490
Pesimis	4.289	3.012	7.301	4.519	4.342	8.860
				3.723	3.577	7.301

*Angka di atas dalam juta rupiah, kecuali K_e

Tabel 4.16
Nilai PT. XYZ Menurut FCFE

Kondisi Optimis	2010	2011	2012	2013	2014	2015
EAT	1.532	1.889	2.069	2.285	2.388	2.512
Δ Pembelian AT	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)
Δ Depresiasi	500	500	500	500	500	500
Δ NWC	(500)	(500)	(500)	(500)	(500)	(500)
<i>FCFE</i>	1.432	1.789	1.969	2.185	2.288	2.412
Nilai Terminal						13.860
Nilai Kini Total						11.125
51% - Indomobil						5.674
49% - Partner Lokal						5.451
Kondisi Normal	2010	2011	2012	2013	2014	2015
EAT	1.304	1.608	1.761	1.945	2.033	2.138
Δ Pembelian AT	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)
Δ Depresiasi	500	500	500	500	500	500
Δ NWC	(500)	(500)	(500)	(500)	(500)	(500)
<i>FCFE</i>	1.204	1.508	1.661	1.845	1.933	2.038
Nilai Terminal						11.501
Nilai Kini Total						9.318
51% - Indomobil						4.752
49% - Partner Lokal						4.566
Kondisi Pesimis	2010	2011	2012	2013	2014	2015
EAT	1.082	1.335	1.462	1.614	1.687	1.775
Δ Pembelian AT	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)
Δ Depresiasi	500	500	500	500	500	500
Δ NWC	(500)	(500)	(500)	(500)	(500)	(500)
<i>FCFE</i>	982	1.235	1.362	1.514	1.587	1.675
Nilai Terminal						9.285
Nilai Kini Total						7.588
51% - Indomobil						3.870
49% - Partner Lokal						3.718
Tingkat Diskonto	1	2	3	4	5	6
19,69%	0,8355	0,6980	0,5832	0,4873	0,4071	0,3401

*Angka di atas dalam juta rupiah, kecuali tingkat diskonto

Sumber: olahan peneliti

4.8 Kinerja PT. XYZ periode 1 Januari – 30 September 2010

Berdasarkan data yang didapat untuk periode 1 Januari – 30 September 2010, maka dapat dibuat analisis proyeksi laba setelah pajak sebagai berikut:

Tabel 4.17
Analisa EAT 2010

	EAT/Penjualan	Sep-10	Des-10
EAT Aktual	1,81%	934	1.245
Proyeksi EAT		Penulis	PT. XYZ
Optimis	2,35%	1.704	1.532
Normal	2,00%	1.357	1.304
Pesimis	1,66%	1.010	1.082

*Angka di atas dalam juta rupiah

Sumber: olahan peneliti

Berdasarkan data di atas terlihat bahwa laba setelah pajak sampai dengan 30 September 2010 mencapai Rp 934 juta. Jika disetahunkan secara prorata, maka didapatkan laba setelah pajak sampai dengan 31 Desember 2010 mencapai sekitar Rp 1,245 milyar.

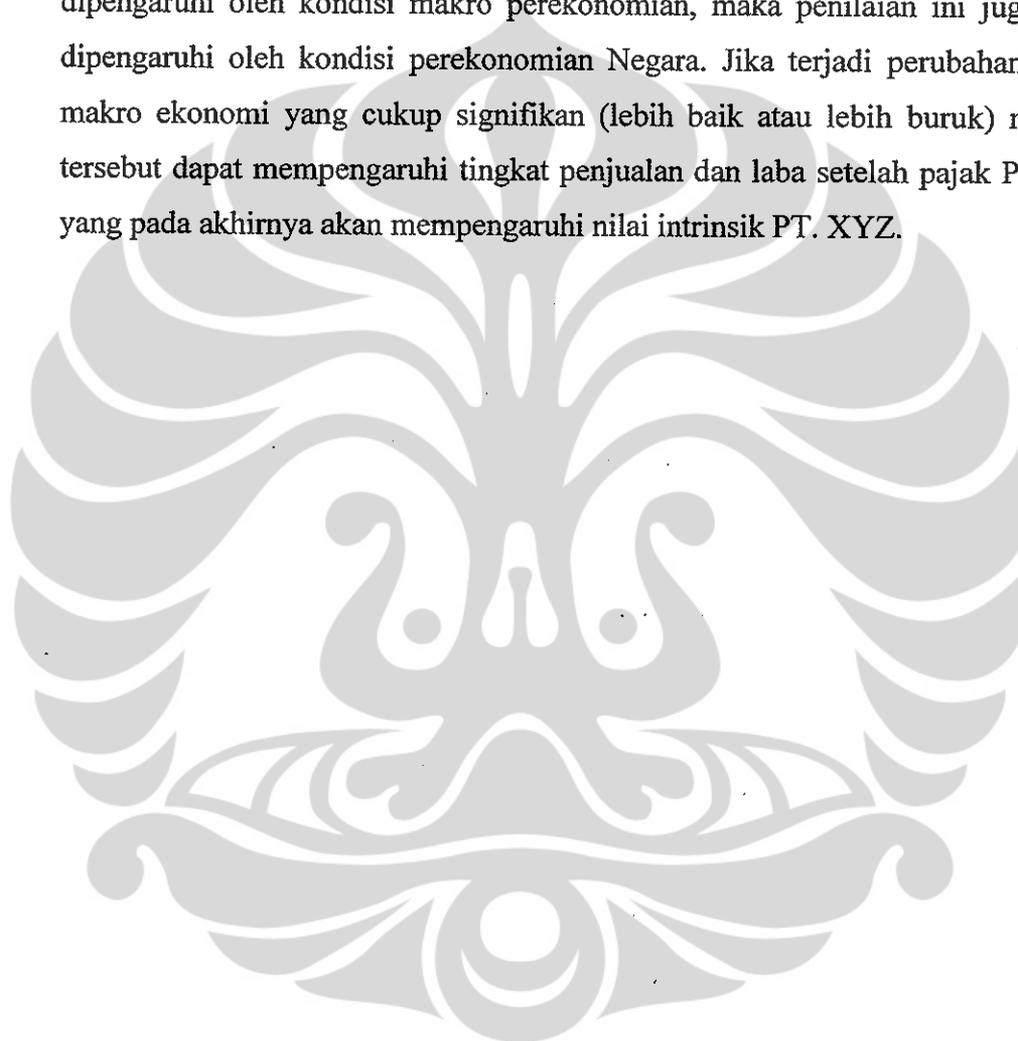
Berdasarkan proyeksi EAT 2010 ini, maka jika dibandingkan dengan proyeksi EAT yang digunakan dalam penilaian, kondisi 2010 dapat dikatakan hanya mencapai antara proyeksi EAT pesimis dan normal (antara Rp 1,010 milyar dan Rp 1,357 milyar).

4.9 Catatan Mengenai Asumsi

Dalam perhitungan nilai intrinsik PT. XYZ ini, sangat dipengaruhi oleh besarnya tingkat diskonto, yaitu tingkat biaya ekuitas yang digunakan. Jika PT. XYZ menggunakan asumsi tingkat biaya ekuitas yang lebih rendah daripada yang digunakan oleh penulis, maka nilai PT. XYZ akan menjadi lebih besar daripada yang telah dihitung oleh penulis.

Menurut Green (2010, p.253), *“The sole objection usually raised against it (the Discounted Cash Flow Method) seems to me underline a positive advantage – that the investor must define the discount rate. For I greatly favour the idea that one who controls the investment of large sums of money should be required to start with a clear notion of the average rate of return demanded...”*

Sesuai dengan karakteristik PT. XYZ sebagai dealer mobil yang dipengaruhi oleh kondisi makro perekonomian, maka penilaian ini juga sangat dipengaruhi oleh kondisi perekonomian Negara. Jika terjadi perubahan kondisi makro ekonomi yang cukup signifikan (lebih baik atau lebih buruk) maka hal tersebut dapat mempengaruhi tingkat penjualan dan laba setelah pajak PT. XYZ, yang pada akhirnya akan mempengaruhi nilai intrinsik PT. XYZ.



BAB 5 KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

- Berdasarkan perhitungan dengan menggunakan metode *DDM* dan *FCFE* dengan menggunakan proyeksi penjualan yang dibuat oleh penulis dan PT. XYZ, dan membuat tiga skenario kondisi, maka didapatkan nilai intrinsik PT. XYZ sebagai berikut:

Tabel 5.1
Nilai Intrinsik PT. XYZ

	Penulis		PT. XYZ	
	DDM	FCFE	DDM	FCFE
Optimis	13.304	14.248	10.490	11.125
Normal	9.510	10.039	8.860	9.318
Pesimis	6.992	7.246	7.301	7.588

*Angka di atas dalam juta rupiah

Sumber: olahan peneliti

- Indomobil Group membayar sebesar Rp 6,90 milyar untuk 49,00% saham yang dimiliki oleh *partner* lokal. Jika dibandingkan dengan hasil perhitungan nilai intrinsik PT. XYZ untuk porsi kepemilikan *partner* lokal (Tabel 5.2), maka nilai ini mendekati dengan nilai penghitungan berdasarkan metode *FCFE* pada kondisi optimis yaitu sebesar Rp 6,981 milyar, sehingga dapat disimpulkan bahwa nilai yang dibayarkan oleh Indomobil Group masih wajar. Akan tetapi, berdasarkan data aktual pencapaian PT. XYZ di tahun 2010 untuk periode Januari – September 2010, didapatkan perkiraan pencapaian laba setelah pajak PT. XYZ berkisar antara proyeksi penilaian pada kondisi pesimis dan normal. Maka, dapat dikatakan bahwa pencapaian laba setelah pajak PT. XYZ untuk tahun 2010 belum sesuai yang diharapkan.

Tabel 5.2
Nilai Saham Partner Lokal

	Penulis		PT. XYZ	
	DDM	FCFE	DDM	FCFE
Optimis	6.519	6.981	5.140	5.451
Normal	4.660	4.919	4.342	4.566
Pesimis	3.426	3.550	3.577	3.718

*Angka di atas dalam juta rupiah

Sumber: olahan peneliti

5.2 Saran

- Bagi Indomobil Group, karena Indomobil Group sudah membeli kepemilikan saham *partner* lokal pada PT. XYZ dengan asumsi kondisi pencapaian optimis, maka perlu dijaga dan diusahakan agar pencapaian penjualan dan laba setelah pajak dapat sesuai dengan proyeksi pada kondisi optimis.
- Bagi investor pada umumnya, berdasarkan perhitungan dengan menggunakan *DDM* dan *FCFE*, dimana dihasilkan nilai intrinsik dengan metode *FCFE* lebih besar jika dibandingkan dengan menggunakan *DDM*, sehingga secara implisit terlihat bahwa terdapat potensi arus kas bebas di perusahaan. Jika tidak ada kebutuhan investasi aktiva tetap dan modal kerja yang besar di masa mendatang, maka disarankan untuk membagikan semaksimal mungkin arus kas bebas yang ada di perusahaan sebagai dividen.

DAFTAR PUSTAKA

- Bank Indonesia. *Hasil Lelang SBI*. October 15, 2010. <http://www.bi.go.id/web/id/Moneter/Lelang+Sertifikat+BI/>
- Biro Pusat Statistik. *Pertumbuhan Ekonomi 2009 sebesar 4,5%*. October 15, 2010. <http://www.bps.go.id/index.php?news=749>
- Bodie, Z., Kane, A. & Marcus, A.J. (2009). *Investments (8th ed)*. New York: McGraw-Hill.
- Chan, R.W. & Lui, B.C. (2010). *The Search for Intrinsic Value*. ABI/INFORM Trade & Industry, pg. 29.
- Damodaran, A. (1994). *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Damodaran, A. (2001). *The Dark Side of Valuation*. Prentice-Hall, Inc.
- Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation (2nd ed)*. New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Foerster, S.R. & Sapp, S.G. (2005). *The Dividend Discount Model in the Long Run: A Clinical Study*. Journal of Applied Finance, pg.55.
- Gaikindo. *Domestic Auto Market Domestic & Exim by Brand Jan – Sept 2010*. October 15, 2010. http://www.gaikindo.or.id/download/statistic/01-current/02-by-brand/by-brand-2010/bybrand_market_janoct10.pdf
- Gaikindo. *Domestic Market by Brand 2005 – 2009*. October 15, 2010. http://www.gaikindo.or.id/download/statistic/02-past/02-by-brand/bybrand_market_2005_2009.pdf
- Gaikindo. *Indonesia Automotive Market & Forecast 1997 – 2015*. October 15, 2010. http://www.gaikindo.or.id/download/statistic/03forecast/forecast_2015.pdf
- Gamble, J.E. & Thompson Jr, A.A. (2009). *Essentials of Strategic Management*. New York: McGraw-Hill.
- Giripati, A. (2004). *Penilaian Harga Saham PT. HM Sampoerna, Tbk dengan Menggunakan Pendekatan Free Cash Flow to Equity dan Abnormal Earnings*. Magister Manajemen, FE UI.

- Green, R.A.C (2010). *Discounted Cash Flow Method*. Operasional Research Society, p 251-253.
- Kantor Akuntan Drs. Sukrisno Agoes, MM dan Rekan. (2004 – 2009). *PT. XYZ, Laporan Keuangan Beserta Laporan Auditor Independen untuk tahun yang berakhir pada tanggal 31 Desember 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009*. Jakarta.
- Kementerian Keuangan. *Asumsi Makro 2010 dan 2011*. October 15, 2010. <http://www.depkeu.go.id/Ind/>.
- Nissan. *Nissan Corporate Information: Message from the CEO*. October 15, 2010. <http://www.nissanglobal.com/EN/COMPANY/MESSAGE/MESSAGE/>.
- Nissan (2010, June 29). *Nissan Announces Mid-term Strategies for Indonesian Operations*. October 15, 2010. <http://www.nissan-global.com>.
- Nissan (2010, October 22). *Production of 100% Electric, Zero-Emission Nissan Leaf begins at Oppama, Japan*. October 25, 2010. <http://www.nissan-global.com/EN/NEWS/2010/STORY/101022-01-e.html>
- OECD (2010). *Southeast Asian Economic Outlook: Asean Countries Returning to Pre-Crisis Growth*. October 15, 2010. http://www.oecd.org/document/30/0,3746,en_2649_33731_46367966_1_1_1_1,00.html
- Pareja, I.V. & Magni, C.A. (2009). *Potential Dividends And Actual Cash Flows in Equity Valuation. A Critical Analysis*. Estudio Gerenciales, Vol. 25 No. 113, 123-150.
- Ross, S.A., Westerfield, R.W., Jaffe, J. & Jordan, B.D. (2009). *Modern Financial Management (8th ed)*. New York: McGraw-Hill.
- Satya, A.A. (2010), *Analisis Penilaian Harga Saham Perdana Menggunakan Metode Free Cash Flow to Equity dan P/E Multiple (Studi Kasus Pada PT. BW Plantation, Tbk)*. Magister Manajemen, FE-UI.

Lampiran 1: Neraca PT XYZ 2004 – 2009

PT XYZ Neraca Dalam Rupiah (telah diaudit oleh auditor independen)						
	31-Des-04	31-Des-05	31-Des-06	31-Des-07	31-Des-08	31-Des-09
Aktiva Lancar						
Kas dan setara kas	1.576.864.977	627.372.677	633.018.566	1.661.554.095	5.914.827.524	7.244.123.803
Piutang usaha	1.115.739.508	1.018.722.318	583.253.734	1.819.261.041	763.427.854	285.252.273
Piutang lain-lain	140.855.799	82.672.004	43.489.644	285.032.553	265.245.666	343.360.574
Persediaan	1.255.630.881	1.411.758.869	2.995.404.796	5.202.853.271	6.117.208.626	8.197.436.313
Pajak dan biaya dibayar di muka	211.679.378	607.049.652	918.030.156	784.472.166	375.534.140	795.655.694
Jumlah Aktiva Lancar	4.300.770.543	3.747.575.520	5.173.196.896	9.753.173.126	13.436.243.810	16.865.828.657
Aktiva Bukan Lancar						
Aktiva tetap - bersih	1.896.453.716	6.423.328.360	6.837.395.246	6.654.328.716	6.546.577.472	6.163.124.770
Aktiva tidak berwujud - hak atas tanah		127.568.500	143.784.716	134.997.872	148.536.761	131.923.863
Taksiran tagihan pajak penghasilan		30.052.901	48.396.273	62.415.367	32.902.645	
Aktiva pajak tangguhan	2.271.196	12.835.167	251.485.170	122.687.269	36.367.963	64.600.333
Aktiva lain-lain			33.366.667	19.066.668		
Jumlah Aktiva Bukan Lancar	1.898.724.912	6.593.784.928	7.314.428.072	6.993.495.892	6.764.384.841	6.359.648.966
Jumlah Aktiva	6.199.495.455	10.341.360.448	12.487.624.968	16.746.669.018	20.200.628.651	23.225.477.623
Kewajiban Jangka Pendek						
Hutang usaha	2.418.107.033	2.251.573.720	3.484.177.126	5.711.022.532	7.881.383.533	11.843.992.508
Hutang lain-lain	251.188.273	731.279.133	64.378.000	1.465.739.743	1.625.020.498	985.573.920
Hutang pajak	41.698.770	27.012.638	10.741.491	51.945.312	703.048.515	38.078.331
Biaya masih harus dibayar	365.930.974	346.437.433	346.818.027	600.352.363	293.247.913	111.455.917
Jumlah Kewajiban Jangka Pendek	3.076.925.050	3.356.302.924	3.906.114.644	7.829.059.950	10.502.700.459	12.979.100.676
Kewajiban Jangka Panjang						
Penyisihan imbalan kerja		17.124.710	30.311.909	49.149.089	49.444.881	126.779.117
Ekuitas						
Modal saham	3.000.000.000	6.829.519.000	9.000.000.000	9.000.000.000	9.000.000.000	9.000.000.000
Saldo laba (defisit)	122.570.405	138.413.814	(448.801.585)	(131.540.021)	648.483.311	1.119.597.830
Ekuitas - bersih	3.122.570.405	6.967.932.814	8.551.198.415	8.868.459.979	9.648.483.311	10.119.597.830
Jumlah Kewajiban dan Ekuitas	6.199.495.455	10.341.360.448	12.487.624.968	16.746.669.018	20.200.628.651	23.225.477.623

Lampiran 2: Laporan Laba Rugi PT XYZ 2004 – 2009

PT XYZ						
Laporan Laba Rugi						
Dalam Rupiah						
(telah diaudit oleh auditor independen)						
	31-Des-04	31-Des-05	31-Des-06	31-Des-07	31-Des-08	31-Des-09
Penjualan bersih	18.391.029.884	21.416.783.611	13.152.103.542	42.481.633.657	96.873.062.725	58.479.428.373
Beban pokok penjualan	(17.023.786.204)	(19.705.904.471)	(11.912.403.378)	(38.120.902.006)	(85.549.035.570)	(52.321.767.108)
Laba kotor	1.367.243.680	1.710.879.140	1.239.700.164	4.360.731.651	11.324.027.155	6.157.661.265
Beban usaha	(1.382.044.286)	(1.855.719.023)	(2.137.379.367)	(4.351.210.073)	(8.909.434.117)	(5.655.194.350)
Laba usaha	(14.800.606)	(144.839.883)	(897.679.203)	9.521.578	2.414.593.038	502.466.915
Penghasilan dan beban lain-lain	159.101.815	153.624.821	71.813.801	436.537.887	717.660.000	789.740.155
Laba sebelum pajak penghasilan	144.301.209	8.784.938	(825.865.402)	446.059.465	3.132.253.038	1.292.207.070
Beban pajak penghasilan	(21.730.804)	7.058.471	238.650.003	(128.797.901)	(852.229.706)	(321.092.551)
Laba bersih	122.570.405	15.843.409	(587.215.399)	317.261.564	2.280.023.332	971.114.519
Pembayaran Dividen					1.500.000.000	500.000.000
<i>Dividend Pay Out Ratio</i>					65,79%	51,49%
<i>EAT/Penjualan</i>	0,67%	0,07%	-4,46%	0,75%	2,35%	1,66%
<i>ROE</i>	3,93%	0,23%	-6,87%	3,58%	23,63%	9,60%

Keterangan: Laporan laba rugi adalah untuk periode satu tahun, kecuali tahun 2004 untuk periode sepuluh bulan.

Lampiran 3: Laporan Neraca dan Laba Rugi periode sd 30 September 2010

PT. XYZ Neraca Dalam Rupiah (tidak diaudit)		PT. XYZ Laporan Laba Rugi Dalam Rupiah (tidak diaudit)	
	30-Sep-10		s/d 30-Sep-10
Aktiva Lancar			
Kas dan setara kas	5.844.725.272	Penjualan bersih	51.467.785.600
Piutang usaha	1.234.946.531	Beban pokok penjualan	(46.618.980.384)
Piutang lain-lain	386.992.628	Labanya kotor	4.848.805.216
Persediaan	11.754.432.187	Beban usaha	(4.148.370.375)
Pajak dan biaya dibayar di muka	1.288.989.594	Labanya usaha	700.434.841
Jumlah Aktiva Lancar	20.510.086.211	Penghasilan dan beban lain-lain	511.909.684
Aktiva Bukan Lancar		Labanya sebelum pajak penghasilan	1.212.344.525
Aktiva tetap - bersih	6.101.427.754	Beban pajak penghasilan	(278.475.891)
Taksiran tagihan pajak penghasilan	32.902.645	Labanya bersih	933.868.634
Aktiva pajak tangguhan	81.730.691	EAT/Penjualan	1,81%
Aktiva lain-lain	140.470.220	ROE	8,45%
Jumlah Aktiva Bukan Lancar	6.356.581.310		
Jumlah Aktiva	26.866.667.521		
Kewajiban Jangka Pendek			
Hutang usaha	14.463.628.399		
Hutang lain-lain	798.427.475		
Hutang pajak	98.827.756		
Biaya masih harus dibayar	300.888.541		
Jumlah Kewajiban Jangka Pendek	15.661.772.171		
Kewajiban Jangka Panjang			
Penyisihan imbalan kerja	151.428.886		
Ekuitas			
Modal saham	9.000.000.000		
Saldo laba (defisit)	2.053.466.464		
Ekuitas - bersih	11.053.466.464		
Jumlah Kewajiban dan Ekuitas	26.866.667.521		