
PENILAIAN HARGA SAHAM WAJAR PT BANK XYZ DENGAN MENGGUNAKAN METODE DISCOUNTED EARNING APPROACH DAN PRICE TO BOOK VALUE

Wahyu Antoro

STIE Indonesia Banking School
wahyu.antoro2590@gmail.com

Muchlis

STIE Indonesia Banking School
muchlis_seakmbm@yahoo.com

Abstrak

Sebagai sebuah bank yang telah menjalankan operasi perbankan dengan menerapkan *prudential banking* sebagaimana yang telah ditentukan oleh Otoritas serta akan melakukan *Initial Public Offering* (IPO) di tahun 2022 dimana bank juga harus mampu menawarkan nilai saham agar menarik dibeli oleh investor sehingga tetap memaksimalkan pendapatan per lembar saham yang dapat memuaskan keinginan para pemegang saham publik (*shareholders*). Untuk itu tujuan penelitian ini adalah untuk menghitung estimasi harga wajar (nilai intrinsik) saham PT Bank XYZ dengan metode *Discounted Earning Approach* dan *Price to Book Value* dan memberikan saran serta masukan kepada manajemen perusahaan untuk harga wajar saham PT Bank XYZ. Hasil penelitian menunjukkan bahwa 1) Hasil perhitungan nilai harga saham wajar PT Bank XYZ dengan metode *Discounted Earning* dalam kondisi optimis dikisaran Rp 540 per lembar saham. 2) Hasil perhitungan nilai harga saham wajar PT Bank XYZ dengan metode *Discounted Earning* dalam kondisi pesimis dikisaran Rp 472 per lembar saham. 3) Hasil perhitungan nilai harga saham wajar PT Bank XYZ dengan metode *Discounted Earning* dalam kondisi normal adalah sebesar Rp 503 per lembar saham. 4) Hasil perhitungan PBV PT Bank XYZ adalah sebesar 1,043x, jika dibandingkan dengan enam bank pesaing, maka nilai PBV PT Bank XYZ lebih rendah dengan PBV enam bank pembanding. 5) Hasil perhitungan PER PT Bank XYZ adalah sebesar 15,86, jika dibandingkan dengan bank pesaing terdekat, maka nilai PER PT Bank XYZ tergolong lebih rendah. Untuk itu disarankan kepada manajemen perusahaan untuk meningkatkan tingkat penjualan/pendapatan bunga perusahaan, dengan menargetkan tingkat PER dan PBV di atas nilai rata-rata bank pembanding.

Kata Kunci: harga saham, IHSG, nilai perusahaan

1. PENDAHULUAN

Seiring ekspansi bank yang cepat, rasio kecukupan modal bank (CAR) mengalami penurunan. Meskipun masih dalam batas yang aman, posisi CAR di industri berada pada level 22,97% pada Desember 2018. Rasio ini menurun dibandingkan periode yang sama tahun sebelumnya dari 23,18%. Secara rinci, penurunan CAR pada Desember 2018 sebagian disebabkan oleh fakta bahwa aset tertimbang menurut risiko (ATMR) tumbuh lebih dari modal. Per Desember 2018, total ATMR bank mencapai Rp 5.526.581 juta, tumbuh 9,87% tahun-ke-tahun (tahun-ke-tahun). Sementara total modal bank baru tumbuh 8,80% YoY di Rp 1.269.616 juta pada paruh kedua 2018. Ditambah lagi diprediksi implementasi PSAK 71 yang berlaku mulai tahun 2020, akan menggerus modal perbankan, ini dikarenakan perbankan diharuskan menyiapkan cadangan kerugian penurunan nilai (CKPN) sejak dini (*expected loss*), alih-alih menyiapkan cadangan ketika terjadi kredit macet (*incurred loss*).

Agar bank dapat bertahan di industri perbankan dan terkait arsitektur perbankan Indonesia, maka bank harus dapat meningkatkan permodalannya sehingga dapat terus berekspansi dan berkembang, karena sulitnya meningkatkan modal maka banyak bank mulai berfikir untuk dapat menggali modal masyarakat, cara untuk menggali dana tersebut yaitu dengan cara berusaha memasuki pasar modal. Sampai dengan akhir 2018 dari 115 bank yang beroperasi di Indonesia, sudah ada 45 bank yang sudah memasuki pasar modal menjadi bank “Go Public” (Tahun 2018, direktori perbankan Indonesia).

Dari gambaran tersebut, jelas bahwa ekspansi perbankan dan pertumbuhan bank yang sehat di Indonesia dibutuhkan untuk mendukung pembangunan nasional sebagaimana salah satu fungsi bank yaitu sebagai agen pembangunan (*agent of development*) dan kondisi ini pada akhirnya akan mengedukasi masyarakat tentang dunia perbankan dan juga mengedukasi masyarakat tentang pasar modal yang pada era sekarang ini merupakan salah satu kebutuhan sumber pendanaan eksternal bagi perusahaan publik.

Salah satunya adalah PT Bank XYZ yang merupakan Bank Umum Swasta Nasional (BUSN) yang resmi memberikan jasa layanan perbankan pada tahun 1993. Fokus utama PT Bank XYZ adalah di sektor SME (*Small Medium Enterprise*) dimana didalam strategi pengembangan jaringan kantornya memprioritaskan perluasan pangsa pasar di segmen usaha kecil dan menengah (UKM), membangun kolaborasi keuangan dengan lembaga keuangan lain seperti BPR dan perusahaan pembiayaan dan melakukan Penawaran Umum Perdana (IPO) pada tahun 2022, hal ini bertujuan agar PT Bank XYZ menjadi lembaga perbankan yang terus dipercaya masyarakat dengan struktur keuangan yang kokoh dan sehat, serta memberi hasil terbaik secara berkelanjutan.

Penelitian sebelumnya dilakukan terhadap bank yang telah *listing* dalam bursa saham yang kemudian membandingkan harga saham pada bursa terhadap harga saham instrinsik bank tersebut dengan menganalisis fundamental perusahaan. Dalam penelitian terhadap PT Bank XYZ menarik untuk dijadikan sebagai *case study* hal ini mempertimbangkan tingkat urgensi atau kepentingan dari pihak manajemen PT Bank XYZ untuk mengetahui estimasi nilai harga wajar saham sebelum dilakukan penawaran ke publik melalui *Intial Public Offering* (IPO). Dengan demikian, pihak PT Bank XYZ dapat menawarkan harga saham dengan nilai wajar kepada investor sehingga harga yang ditawarkan tidak terlalu mahal (*overvalue*) yang membuat investor menjadi kurang berminat untuk membeli saham PT Bank XYZ. Dan sebaliknya jika harga yang ditawarkan terlalu murah (*undervalue*) maka PT Bank XYZ terdapat potensi kehilangan keuntungan dari penjualan saham tersebut. Disamping itu, alasan memilih PT Bank XYZ sebagai *case study* karena merupakan tempat peneliti bekerja, sehingga data-data terkait dengan kebutuhan penelitian lebih mudah didapatkan. Atas dasar ini, maka menarik untuk menghitung estimasi nilai harga wajar saham PT Bank XYZ dengan menggunakan metode *Discounted Earning Approach* dan *Price to Book Value* (PBV).

Tujuan dan Kegunaan Penelitian

Penelitian ini baik secara teoritis maupun praktisi diharapkan dapat memberikan kegunaan bagi beberapa pihak antara lain:

1. Bagi akademisi sebagai bahan pengetahuan dalam dunia pasar modal khususnya terhadap cara penentuan nilai harga saham di pasar modal.

2. Bagi investor sebagai bahan acuan dan pengambilan keputusan dalam menentukan nilai wajar perusahaan.
3. Bagi perusahaan dapat memberikan masukan mengenai faktor-faktor yang berpotensi mempengaruhi harga saham.

2. TINJAUAN TEORI

Valuasi

Penilaian bisnis adalah tindakan atau proses dalam menentukan nilai ekuitas suatu entitas atau kepemilikan sahamnya. Entitas adalah perusahaan komersial, industri, layanan atau investasi (atau kombinasi keduanya), yang menjalankan kegiatan ekonomi (Hitchner, 2017).

Samsul (2006) menjelaskan, pendekatan-pendekatan yang digunakan untuk menghitung penilaian saham adalah pendekatan relatif, pendekatan diskonto, dan model faktor. Pendekatan relatif meliputi rasio harga pendapatan, rasio harga nilai buku dan rasio harga dividen; pendekatan diskon meliputi; pendekatan pendapatan dan pendekatan dividen, sedangkan model faktor mencakup faktor tunggal, model indeks tunggal dan model multi-faktor.

Menurut Manurung (2011), ketika penilaian atau menilai saham perusahaan, berbagai pendekatan dapat digunakan, termasuk pendekatan laba dan pendekatan dividen. Dari berbagai pendekatan penilaian, pendekatan yang pertama kali diperkenalkan adalah pendekatan pendapatan (laba), karena pada dasarnya perusahaan akan selalu berusaha mendapatkan pendapatan. Dan dasar dari pendekatan laba adalah nilai sekarang, di mana nilai laba adalah nilai sekarang dari ekspektasi penghasilan masa depan perusahaan. Pendekatan pendapatan itu sendiri memiliki beberapa variasi metode yang dapat digunakan. Secara keseluruhan, ada empat metode yang terkait dengan pendekatan pendapatan, yaitu pendekatan diskon pendapatan, pendekatan EBITDA, pendekatan PER, dan pendekatan arus kas bebas.

Selain pendekatan pendapatan, terdapat model pendekatan dividen yaitu *Dividen Discount Model* (DDM), model ini sering disebut juga *Gordon Growth Model* yang mengasumsikan bahwa dividen pada tingkat yang konsisten untuk jangka waktu yang tidak terbatas. Penyederhanaan faktor dari asumsi *constant growth*, bahwa tingkat pertumbuhan dapat ditunjukkan per periode dengan cara yang sama seperti yang tersirat dalam *required return*. (Damodaran 1996; 195) menyatakan bahwa analisis nilai saham dengan menggunakan *constant growth Dividen Discount Model* memiliki keunggulan apabila dividen yang dibayarkan oleh perusahaan memang stabil dari waktu ke waktu dan jumlah dividen yang dibagikan cukup tinggi. Keuntungan utama dalam dividen sebagai definisi atas *cash flow* secara teoritis dan diakui dan dibenarkan.

Discounted Earning Approach

Menurut Manurung (2011), metode *Discounted Earning Approach* berisi prinsip kelangsungan usaha. Ketika pendekatan ini diambil, perusahaan akan terus beroperasi di masa depan untuk menghasilkan laba yang diharapkan di masa depan.

Rumus pendekatan *Discounted Earning Approach*:

$$P_0 = \left(\frac{E_1}{(1+r)^1} \right) + \left(\frac{E_2}{(1+r)^2} \right) + \left(\frac{E_3}{(1+r)^3} \right) + \dots + \left(\frac{E_n}{(1+r)^n} \right)$$

Dimana:

P_0 = Harga saham periode 0

E_n = Pendapatan perusahaan pada periode ke n,

n = 1,2,3,...

r = Biaya Modal Perusahaan

Estimasi Tingkat Diskonto

Menurut Asnawi & Wijaya (2005) Perkiraan tingkat diskonto dinyatakan sebagai penyesuaian untuk investasi. Umumnya ditafsirkan sebagai nilai uang dari waktu ke waktu. Untuk mendukung

metode penghitungan Metode Diskonto Pendapatan, Estimasi Tingkat Diskonto dihitung untuk mengkonversi arus kas masa depan ke nilai sekarang menggunakan Biaya Modal Rata-Rata Tertimbang (WACC).

Cost of Fund

Biaya Dana (K_f) adalah biaya yang harus dibayar perusahaan karena meminjam dana dalam bentuk hutang menggunakan sistem bunga, di mana tingkat bunga adalah perjanjian antara perusahaan dan kreditor. Sejauh besarnya tingkat bunga, tingkat bunga yang berlaku di pasar juga diperhitungkan dengan risiko gagal bayar. Secara umum, perusahaan dapat memiliki lebih dari satu pinjaman kepada kreditor yang berbeda dan dengan tingkat bunga yang berbeda, jumlah biaya dana umumnya diukur sebagai rata-rata tertimbang dari semua biaya pinjaman perusahaan.

Cost of Equity

Biaya modal (K_e) adalah tingkat pengembalian yang diharapkan oleh investor yang menginvestasikan modal dalam bentuk modal di perusahaan. Perhitungan *Cost of Capital* lebih dekat dengan bentuk *Capital Asset Price Modelling* (CAPM) dengan rumus:

$$K_e = R_f + \beta_i(R_m - R_f)$$

Cost of Debt

Cost of debt (K_d) merupakan biaya yang wajib dibayarkan perusahaan sebagai akibat dari meminjam dana dalam bentuk hutang. Secara umum, biaya ini dibayarkan dalam bentuk bunga, yang jumlahnya tergantung pada tingkat bunga yang diminta oleh kreditor. Besarnya suku bunga yang dibebankan kepada perusahaan umumnya mempertimbangkan dua faktor utama, yaitu suku bunga pasar saat ini dan risiko gagal bayar (risiko perusahaan). Perusahaan yang memiliki lebih dari satu pinjaman dengan tingkat bunga yang berbeda, sehingga biaya hutang umumnya diukur sebagai rata-rata tertimbang dari semua biaya pinjaman perusahaan.

Cost of Capital

Biaya modal adalah tingkat pengembalian yang diharapkan oleh investor ketika mereka menginvestasikan modal dalam bentuk modal di perusahaan. Untuk menghitung biaya modal adalah dengan menggunakan metode *Capital Asset Pricing Model* (CAPM).

Menurut Guinan 2009, *Capital Asset Pricing Model* adalah model yang menggambarkan korelasi antara risiko dan pengembalian yang diharapkan, digunakan untuk harga sekuritas. Investor membutuhkan kompensasi untuk investasi mereka dengan uang yang diwakili oleh tingkat bebas risiko dan kompensasi yang diberikan kepada investor untuk penempatan dana dalam setiap investasi dalam periode waktu tertentu. Risiko memperhitungkan kompensasi yang diperlukan oleh investor untuk menanggung risiko tambahan. CAPM dihitung menggunakan rumus risiko (beta) yang membandingkan dengan keuntungan yang diperoleh dari suatu aset selama periode waktu tertentu dan mengacu pada pasar premium ($R_m - r_f$).

Metode CAPM dihitung menggunakan rumus yang digunakan untuk menghitung biaya ekuitas:

$$K_e = R_f + (R_m - R_f)$$

Menurut rumus di atas, tiga data diperlukan sebagai perhitungan CAPM:

Risk free rate (R_f)

Risk free rate merupakan tingkat pengembalian investasi yang dianggap tidak berisiko. Secara umum, referensi yang digunakan untuk perhitungan ini adalah obligasi pemerintah (*treasury bill*), yang probabilitas gagal bayarnya dianggap sangat kecil.

Beta (β)

Beta digunakan untuk mengukur sensitivitas tindakan perusahaan terhadap risiko sistematis. Dalam CAPM, risiko sistematis diartikan sebagai risiko pasar umum. Rasio risiko terhadap tingkat

pengembalian (*return*), maka beta juga bisa dikatakan mengukur hubungan antara tingkat pengembalian saham perusahaan dan pengembalian pasar.

Risk Premium ($R_m - R_f$)

Risk premium adalah perbedaan antara tingkat pengembalian pasar rata-rata dan tingkat pengembalian rata-rata dari investasi bebas risiko. Damodaran (2000), tingkat premi risiko antara masing-masing negara berbeda karena perbedaan kondisi ekonomi, risiko politik dan struktur pasar. Dalam perhitungan CAPM, perbedaan tingkat risiko antar negara dapat diakomodir dengan menambahkan premi risiko suatu negara, yang merupakan premi tambahan sebagai kompensasi untuk risiko yang unik untuk suatu negara.

Weighted Average Cost of Capital (WACC)

Weighted Average Cost of Capital ini adalah rata-rata tertimbang dari semua biaya modal perusahaan, yang termasuk biaya hutang dan biaya modal. Rumus untuk menghitung penggunaan WACC:

$$WACC = W_d K_d (1 - T) + W_p K_e$$

Dimana:

WACC : Biaya modal rata-rata tertimbang

W_d : persentase hutang dari modal

W_p : persentase modal sendiri (laba ditahan)

K_d : biaya hutang

K_s : biaya ekuitas

T : tarif pajak

Metode Relative Valuation

Dalam *relative valuation* (pendekatan pasar), estimasi nilai berdasarkan bagaimana aset yang sama dihargai di dalam pasar. Nilai perusahaan atau nilai ekuitas perusahaan tidak dapat dibandingkan langsung antar perusahaan yang berbeda. Untuk membandingkan nilai perusahaan yang sejenis dalam pasar, diperlukan adanya standardisasi nilai. Nilai dapat distandardisasi relatif terhadap *earnings* yang dihasilkan, terhadap nilai buku atau nilai pengganti aset, terhadap *revenue* yang dihasilkan (Damodaran, 2002: 454).

Proses standardisasi tersebut akan menghasilkan multiple (faktor pengali harga) berupa *price-earnings ratio*, *price-to-book value ratio*, dan *price-to-sales ratio* yang dapat diperbandingkan antar perusahaan dan digunakan dalam Metode *relative valuation*. Multiple/pengali harga yang dipakai, dapat diperoleh dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Price Earning Ratio (PE)} = \frac{\text{market price per share}}{\text{earnings per share}}$$

$$\text{Price to Book Value Ratio (PBV)} = \frac{\text{market price per share}}{\text{book value of equity per share}}$$

$$\text{Price to Sales Ratio (PS)} = \frac{\text{market price per share}}{\text{Revenue per share}}$$

Metode Relative Valuation menghitung nilai suatu aset dengan memperhatikan harga pasar dari aset yang sama. Sering ditemukan bahwa nilai dasar suatu aset sangat sulit untuk ditentukan, sehingga nilai suatu aset dilihat dari seberapa besar pasar mau membayar berdasarkan karakteristik aset tersebut. Mengenai pembelian dan penjualan saham, Hamonangan dan Sulistyawati (2012: 25) menjelaskan jika hal yang paling menarik tentang membeli saham di pasar primer adalah mampu membuat penilaian berdasarkan nilai buku saham perusahaan dibandingkan dengan saham perusahaan dalam industri serupa. Oleh karena itu, semakin murah harga saham yang ditawarkan

dibandingkan dengan nilai buku, semakin menarik untuk dibeli.

Relative valuation pada dasarnya terdiri dari membandingkan nilai suatu aset atau saham dalam kaitannya dengan nilai aset atau saham yang serupa. Dalam penilaian efek, perbandingan umumnya dilakukan dengan membandingkan dengan faktor atau akun tertentu dalam laporan keuangan perusahaan. Contoh faktor atau akun dalam laporan keuangan perusahaan yang biasanya digunakan sebagai beberapa faktor perhitungan adalah laba per saham (EPS), nilai buku ekuitas, penjualan, dan lain-lain.

3. METODE PENELITIAN

Desain Penelitian

Desain penelitian ini adalah deskriptif kuantitatif, yang bertujuan untuk mendeskripsikan atau mengevaluasi nilai sebenarnya (*intrinsic value*) atas saham PT Bank XYZ dengan menggunakan metode *discounted earning approach* yang dapat dijadikan tolak ukur dalam menentukan nilai wajar saham PT Bank XYZ.

Objek Penelitian

Objek penelitian yang dilakukan dalam penelitian karya akhir ini adalah PT Bank XYZ, sebuah perusahaan yang bergerak di industri jasa keuangan yaitu perbankan. PT Bank XYZ saat ini termasuk dalam kategori bank buku II dengan aset sekitar Rp 8,3 triliun pada tahun 2018.

Sumber Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder. Data sekunder dilakukan dengan penelusuran dokumen dan penelaahan data yang berhubungan dengan topik penelitian. Data sekunder tersebut bersumber dari:

1. Data laporan keuangan PT Bank XYZ dari tahun 2014 sampai dengan 2018.
2. Data tingkat suku bunga deposito / SBI dari tahun 2014 sampai dengan 2018 per bulan
3. Data harga saham perusahaan dari tahun 2014 sampai dengan 2018 per bulan.
4. Data IHSIG dari tahun 2014 sampai dengan 2018 per bulan.
5. Data pergerakan saham pesaing terdekat dari tahun 2014 sampai dengan tahun 2018 dari situs Yahoo Finance (www.finance.yahoo.com).

Metode Analisis

Teknik analisis yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah dengan metode *discounted earning approach* dan *Relative Valuation*. Adapun langkah-langkah dalam pengujian ini adalah sebagai berikut:

1. Melakukan analisis perusahaan, seperti analisis kinerja keuangan, dan analisis proyeksi keuangan yang diasumsikan berdasarkan kondisi ekonomi makro dan industri.
2. Melakukan perhitungan biaya modal rata-rata tertimbang (WACC)

$$WACC = W_d K_d (1 - T) + W_p K_e$$

Di mana:

WACC : Biaya modal rata-rata tertimbang

Wd : persentase hutang dari modal

Wp : persentase modal sendiri (laba ditahan)

Kd : biaya hutang

Ks : biaya ekuitas

T : tarif pajak

Dalam proses perhitungan WACC PT. Bank XYZ, maka terlebih dahulu dilakukan perhitungan atas komponen, antara lain.

Cost of Equity (Ke)

Dalam penelitian menghitung *cost of equity* (Ke). Dimana untuk menghitung nilai tersebut menggunakan pendekatan CAPM, yaitu (Tandelilin, 2010:197):

$$K_e = R_f + \beta [E(R_m) - R_f]$$

Dimana:

R_f : Risk free rate

β : Beta

$E(R_m)$: Expected return market

Berikut adalah langkah-langkah untuk mendapat nilai *required rate of return*:

1. Mencari Nilai Risk Free Rate

Nilai Risk Free Rate (R_f) menggambarkan tingkat bunga bebas risiko suatu negara. Secara umum, nilai R_f mengacu pada tingkat bunga bank sentral di negara tersebut. Oleh karena itu, dalam penelitian ini, R_f yang digunakan mengacu pada hasil nilai SBI dari 2014 hingga 2018.

2. Menghitung Nilai Beta

Beta juga disebut risiko sistemik ketika risiko ini memengaruhi harga saham di pasar modal dan tidak dapat didiversifikasi. Nilai beta mencerminkan sensitivitas pengembalian saham terhadap pengembalian pasar. Nilai beta bervariasi berdasarkan industri dan sensitivitas saham ini terhadap pergerakan pasar secara umum. Nilai beta diperoleh dengan regresi pengembalian saham dengan pengembalian IHSG dari 2014 hingga 2018. Nilai beta dapat dihitung dengan persamaan berikut (Fuller, 1987):

$$Beta = \frac{[n \sum R_m \times R_i - (\sum R_m \times \sum R_i)]}{[n \sum R_m^2 - (\sum R_m)^2]}$$

Dimana:

n : Jumlah data

R_m : Return IHSG

$$R_m = \frac{(IHSG_t - IHSG_{t-1})}{IHSG_{t-1}}$$

R_i : Return Saham i

$$R_i = \frac{(P_{i_t} - P_{i_{t-1}} + D_i)}{P_{i_{t-1}}}$$

Dimana,

P_{i_t} : Harga1saham minggu t

$P_{i_{t-1}}$: Harga saham1minggu t-1

D_i : Dividen saham1i

Namun karena yang akan kita hitung adalah perusahaan yang belum tercatat dalam pasar saham, maka untuk perhitungan nilai beta dalam penelitian ini, diasumsikan bahwa nilai beta bank XYZ sama dengan nilai *beta unlevered* perusahaan perbankan yang datanya diperoleh dari http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html, yaitu sebesar 0,57. Kemudian dikarenakan Bank XYZ membiayai bagian dari operasinya dengan hutang, *beta leverage* harus dihitung menggunakan rumus berikut:

$$\beta_L = \beta_u \left(1 + (1 + t) \frac{D}{E} \right)$$

3. Menghitung Nilai Market Risk Premium

Market risk premium adalah interpretasi dari tingkat risiko pasar. Semakin tinggi premi risiko pasar, semakin besar risiko berinvestasi di pasar saham. Dalam pendekatan CAPM, premi risiko

pasar dihasilkan dari perbedaan antara pengembalian pasar yang diharapkan dan tingkat bebas risiko. Untuk mencari nilai MRP dapat dijabarkan sebagai berikut (Damodaran, 2002):

- a) Mencari *Expected Market Return*
- b) *Market Risk Premium* (MRP)

$$E(R_m) = \frac{\sum R_m}{n}$$

$$MRP = \sum(R_m) - R_f$$

Dimana:

$E(R_m)$: *Expected return Index* (tahunan)

R_f : Risk free rate

N : Jumlah data

Menghitung Cost of Debt

$$K_d = \frac{\text{Total Interest Expenses}}{\text{Total Long Term Debt}}$$

Biaya hutang yang digunakan dalam penghitungan biaya modal adalah biaya hutang setelah pajak (K_dT). Dengan demikian K_dT dapat dihitung atas dasar setelah pajak dengan rumus:

$$K_dT = K_d(1 - T)$$

Dimana:

K_dT = Biaya hutang setelah pajak

K_d = Biaya hutang sebelum pajak

T = Tarif efektif pajak perseroan

4. Menghitung *Besarnya Earnings* dan *Price to Book Value*

Hasil proyeksi analisis keuangan berdasarkan data statistik perusahaan yang dikombinasikan dengan analisis ekonomi makro dan analisis industri perbankan akan menentukan tingkat pendapatan yang dihasilkan oleh perusahaan.

Rumus pendekatan *Discounted Earning Approach*:

$$P_0 = \left(\frac{E_1}{(1+r)^1} \right) + \left(\frac{E_2}{(1+r)^2} \right) + \left(\frac{E_3}{(1+r)^3} \right) + \dots + \left(\frac{E_n}{(1+r)^n} \right)$$

Sedangkan perhitungan *Price to Book Value* adalah untuk menentukan harga saham dengan nilai buku perusahaan.

$PBV = P_0 / BV$

Keterangan:

P_0 = Harga saham

BV = Book Value of Equity

5. Menghitung *Terminal Value*

Perhitungan *Terminal Value* mewakili periode setelah periode yang diproyeksikan akan dihitung sebagai nilai akhir (*Terminal Value*). Ketika menghitung nilai akhir ini, diasumsikan bahwa pendapatan yang akan diterima memiliki pertumbuhan yang konstan.

6. Menghitung Nilai Perusahaan

Setelah mengkonversi pendapatan masa depan menjadi nilai sekarang, nilai perusahaan akan diperoleh. Nilai perusahaan akan dikurangi dengan nilai pinjaman perusahaan sehingga diperoleh nilai sekarang dari modal saham. Hasil pengurangan akan dibagi dengan jumlah saham yang

beredar untuk mendapatkan nilai intrinsik saham.

7. Bandingkan nilai intrinsik saham dengan nilai pasar saham

Nilai intrinsik yang diperoleh akan dibandingkan dengan nilai pasar saham, sehingga dapat dilihat apakah saham tersebut dalam keadaan *overvalued* atau *undervalued* dibandingkan dengan harga saham di pasar. Jadi dapat mengetahui apakah investor harus dalam posisi beli atau jual.

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis dan Pembahasan

Analisis Makro Ekonomi

Seperti kita ketahui bersama, kinerja perusahaan, termasuk perusahaan perbankan, erat kaitannya dengan kondisi ekonomi makro. Indikator ekonomi makro yang dapat menjadi barometer yang baik ekonomi suatu negara adalah tingkat pertumbuhan ekonomi bertumbuh atau tidak. Tabel 4.1 dan 4.2 di bawah ini menjelaskan data pertumbuhan ekonomi nasional RI.

Tabel 4.1
PDB Atas Dasar Harga Berlaku
Menurut Pengeluaran (Miliar Rupiah), 2014-2019

Tahun	PDB
2014	10,569,705.30
2015	11,526,332.80
2016	12,401,728.50
2017	13,589,825.70
2018	14,838,311.50
2019	15,833,943.40

Sumber: BPS (2019)

Berdasarkan data pertumbuhan ekonomi yang dirilis oleh Badan Pusat Statistik (BPS), dijelaskan bahwa laju pertumbuhan ekonomi Indonesia relatif stabil dalam lima tahun terakhir yaitu 2014–2018 pada kisaran 5%. Namun, tingkat pertumbuhan ini cukup moderat, menunjukkan bahwa tingkat pendapatan masyarakat tidak mengalami peningkatan yang signifikan. Dibandingkan dengan tingkat pertumbuhan rata-rata pendapatan Bank XYZ yang berada di kisaran 3,3%, tingkat pendapatan Bank XYZ masih di bawah tingkat pertumbuhan ekonomi. Kondisi ini mencerminkan bahwa tingkat kinerja bank XYZ belum optimal, sehingga masih ada potensi untuk perbaikan di tahun-tahun mendatang.

Analisis Kinerja

Tabel 4.3
Neraca Bank XYZ Tahun 2014-2018 (Dalam Juta Rupiah)

	2014	2015	2016	2017	2018
Total Aktiva	6.238.006	7.084.249	7.150.279	7.213.185	8.330.304
Kredit	4.563.140	5.027.598	4.835.355	5.088.736	6.363.845
Efek-efek	722.973	737.455	781.094	820.800	576.074
Penempatan pada Bank lain	264.300	376.800	516.800	360.205	284.000
Giro pada Bank lain	84.373	211.154	124.310	187.123	39.788
Dana Pihak Ketiga	5.227.046	5.809.768	5.765.424	5.577.563	6.710.074
- Giro	771.997	903.702	1.064.216	719.298	515.351
- Tabungan	405.497	440.204	443.476	510.864	526.521
- Deposito	4.049.552	4.465.862	4.257.732	4.347.401	5.668.201
Penempatan dari Bank lain	32.869	33.409	10.453	169.136	56.197
Ekuitas	904.480	1.162.886	1.276.693	1.358.277	1.450.357

Sumber: Bank XYZ (2018)

Berdasarkan tabel 4.3 di atas, anda dapat melihat saldo bank XYZ dari posisi total aset pada tanggal 31 Desember 2014 sebesar Rp 6.238.006 juta, nilai aset perusahaan meningkat secara konsisten dengan kenaikan yang relatif rendah hingga 2018 sebesar Rp 8.330.304 juta. Selanjutnya dari sisi ekuitas bank XYZ mengalami kenaikan yang cukup signifikan, dari Rp 904.480 juta meningkat menjadi Rp 1.450.357 juta pada tahun 2018. Dari sisi kredit mengalami kenaikan yang fluktuatif dimana di tahun 2015 sebesar Rp 5.027.598 juta turun menjadi Rp 4.835.355 juta di tahun 2016, dan meningkat di tahun 2018 menjadi Rp 6.363.845 juta. Tingkat pertumbuhan aset bank XYZ relatif stabil atau konsisten selama lima tahun terakhir (2014-2018), namun, ini sedikit berbeda dengan kondisi kredit yang nilainya berfluktuasi, ini sejalan dengan tingkat pertumbuhan ekonomi yang juga berfluktuasi, khususnya pada 2015 pertumbuhan ekonomi mengalami penurunan. Dan ada kesamaan antara persentase peningkatan pertumbuhan ekonomi dan pertumbuhan pendapatan bank XYZ dalam posisi moderat. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa pertumbuhan bank XYZ tidak jauh berbeda dengan pertumbuhan ekonomi Indonesia.

Tabel 4.4
Ringkasan Laporan Laba Rugi Bank XYZ Tahun 2014-2018

	2014	2015	2016	2017	2018
Pendapatan Bunga	610.421	716.782	729.340	673.330	711.228
Pendapatan Operasional lain	10.814	9.876	10.434	9.891	12.696
Beban Operasional lain	(133.911)	(153.647)	(172.304)	(210.557)	(233.486)
Laba Operasional	129.236	141.078	160.164	122.739	119.121
Laba sebelum pajak	130.184	143.083	160.323	123.814	121.005
Pajak	(32.708)	(36.522)	(44.814)	(38.740)	(30.512)
Laba Bersih	97.476	106.561	115.509	85.074	90.493

Sumber: Bank XYZ (2018)

Tabel 4.5
Analisis Common Size Ringkasan Laporan Laba Rugi Bank Pembanding Terhadap Bank XYZ Tahun 2014-2018

	BANK XYZ				
	2014	2015	2016	2017	2018
Pendapatan Bunga	100%	100%	100%	100%	100%
Pendapatan Operasional lain	1,8%	1,4%	1,4%	1,5%	1,8%
Beban Operasional lain	21,9%	21,4%	23,6%	31,3%	32,8%
Laba operasional	21,2%	19,7%	22%	18,2%	16,7%
Laba sebelum pajak	21,3%	20,0%	22,0%	18,4%	17,0%
Pajak	5,4%	5,1%	6,1%	5,8%	4,3%
Laba Bersih	16,0%	14,9%	15,8%	12,6%	12,7%

	BANK MASPION				
	2014	2015	2016	2017	2018
Pendapatan Bunga	100%	100%	100%	100%	100%
Pendapatan Operasional lain	5,7%	8,6%	7,5%	7,8%	6,1%
Beban Operasional lain	36,0%	32,6%	34,2%	35,4%	38,4%
Laba operasional	7,9%	11,4%	18%	18,5%	13,7%
Laba sebelum pajak	8,2%	11,2%	18%	18,8%	18,6%
Pajak	2,2%	3,0%	4,6%	4,8%	4,7%
Laba Bersih	6,0%	8,2%	13,0%	14,0%	13,9%

	BANK BRI				
	2014	2015	2016	2017	2018
Pendapatan Bunga	100%	100%	100%	100%	100%
Pendapatan Operasional lain	18,1%	23,8%	26,4%	26,4%	30,2%
Beban Operasional lain	51,9%	53,7%	53,7%	52,9%	54,1%
Laba operasional	55,0%	54,8%	52%	50,4%	53,7%
Laba sebelum pajak	59,9%	55,8%	52%	50,7%	53,8%
Pajak	12,8%	12,2%	11,9%	10,9%	12,0%
Laba Bersih	47,1%	43,6%	40,2%	39,8%	41,7%

Sumber : Data diolah

Berdasarkan tabel 4.4 dapat dijelaskan bahwa kondisi laporan rugi laba Bank XYZ mengalami fluktuatif, pada tahun 2016 sebesar Rp 729.340 juta, namun menurun menjadi Rp 673.330 juta, dan mengalami peningkatan sedikit di tahun 2018 menjadi Rp 711.228 juta. Kondisi yang sama juga terjadi pada sisi laba bersih yang mengalami fluktuatif, dimana tahun 2016 memperoleh laba bersih sebesar Rp 115.509 juta, dan mengalami penurunan menjadi Rp 85.074 juta tahun 2017 dan Rp 90.493 juta tahun 2018.

Berdasarkan tabel 4.5 analisis *common size* diatas bahwa laba bersih PT Bank XYZ mengalami fluktuatif selama 2014 – 2018, dimana laba bersih tahun 2014 sebesar 16% dan laba tahun 2018 sebesar 12,7% kemudian pendapatan operasional lain PT Bank XYZ ini relatif stagnan rata-rata 1,57% dimana tahun 2018 pendapatan operasional lain Bank XYZ sebesar 1,8%. jika dibandingkan dengan laba bersih Bank BUKU II lainnya yaitu Bank Maspion rata-rata laba bersih dengan analisis *common size*, dari tahun 2016 – 2018 sebesar 13,65% dan laba bersih rata-rata PT Bank XYZ selama tahun 2016 – 2018 sebesar 13,73% dapat dikatakan bahwa laba bersih Bank XYZ dan Bank Maspion relatif sama. Jika dibandingkan dengan Bank BUKU IV (BRI) dari analisa *common size* diatas rata –rata laba bersih Bank BRI selama 2014 – 2018 sebesar 42,48% jauh diatas PT Bank XYZ dimana laba bersih rata-rata dari analisa *common size* sebesar 14,41%. Namun laba bersih Bank BRI juga mengalami fluktuatif sama halnya dengan PT Bank XYZ dimana tahun 2014 laba bersih sebesar 47,1% dan tahun 2018 mengalami penurunan menjadi 41,7% dan jika dibandingkan dengan Bank XYZ jauh diatas dimana laba tahun 2014 sebesar 16% dan tahun 2018 sebesar 12.7% dari analisis *common size* tersebut.

Tabel 4.6
Rasio Keuangan Bank XYZ Tahun 2014-2018

	2014	2015	2016	2017	2018
Capital Adequacy Ratio (CAR)	22,21%	26,36%	25,53%	27,06%	22,57%
Return On Assets (ROA)	2,23%	2,06%	2,19%	1,78%	1,56%
Return On Equity (ROE)	12,25%	11,13%	10,02%	6,71%	6,69%
Net Interest Margin (NIM)	4,95%	4,62%	5,09%	5,74%	5,03%
Biaya Operasional (BOPO)	79,55%	80,71%	78,35%	83,11%	84,09%
Loan to Funding Ratio (LFR)	87,24%	86,46%	83,81%	91,22%	94,77%
Non Performing Loan (NPL)	0,31%	0,80%	2,23%	2,48%	2,91%

Sumber: Bank XYZ (2018)

Berdasarkan tabel 4.6 dapat dijelaskan bahwa rasio keuangan bank XYZ pada umumnya cukup baik, hal ini dapat dilihat dari nilai CAR yang memiliki nilai di atas 20%, terlepas dari kenyataan bahwa CAR bank XYZ telah berfluktuasi. Dari sisi NPL, bank XYZ juga cukup baik karena masih di bawah 5%. Level ROE bank XYZ cukup baik pada 2014-2016 karena di atas 10%, tetapi telah menurun pada 2017 dan 2018 sekitar 6,7%. Dari data koefisien keuangan ini, dapat dijelaskan bahwa kemampuan bank XYZ untuk menghasilkan pengembalian modal yang digunakan sangat baik karena jumlah ROE lebih besar dari tingkat rata-rata pertumbuhan ekonomi. Kondisi ini menggambarkan bahwa pemilik ekuitas / ekuitas bank XYZ akan mendapatkan pengembalian yang cukup optimal. Namun, kemampuan bank XYZ ini untuk menghasilkan ROE dan ROA masih jauh di belakang dibandingkan dengan bank besar, bank dewasa seperti bank BRI. Dimana kapasitas BRI untuk mendapatkan ROE rata-rata lebih dari 20% dan ROA lebih dari 3,5%. Selain itu, kualitas kredit BRI juga lebih baik dibandingkan dengan bank XYZ, yang rata-rata di atas 2%.

Kinerja indeks keuangan bank XYZ dibandingkan dengan keuangan bank-bank serupa atau dalam buku tingkat II yang sama (Bank Maspion) memiliki kinerja yang relatif sama dengan bank pesaing terdekat. Hal ini dapat dilihat pada kemampuan bank untuk menghasilkan ROE, kemampuan bank untuk mengelola biaya operasional menjadi efisien (BOPO), dan tingkat kualitas kredit (NPL) yang memiliki kinerja relatif yang sama antara kedua bank . Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa kinerja indeks keuangan bank XYZ tidak jauh berbeda dari kinerja bank pesaing terdekat.

Penilaian Saham

Metode *Discounted Earning Approach*

Untuk penilaian menggunakan metode *discounted earning approach*. Dalam penilaian ini, pendapatan ekonomi yang akan didiskon sebagai indikasi nilai komersial adalah laba setelah pajak sebagai parameter dari tingkat keberhasilan perusahaan dalam menghasilkan pengembalian bagi investor.

Selain itu, tingkat diskonto ditentukan melalui pendapatan setelah pajak setiap tahun. Tingkat diskonto yang digunakan adalah melalui biaya modal rata-rata tertimbang, menggunakan biaya modal rata-rata tertimbang (WACC), formula ini dapat digunakan melalui analisis:

$$WACC = (K_e + W_e) + (K_d[1 - t] \times W_d)$$

dimana:

K_e = Biaya modal ekuitas/saham biasa

K_d = Biaya modal hutang

W_e = Bobot ekuitas dalam struktur kapital

W_d = Bobot hutang dalam struktur kapital

t = Pajak penghasilan perusahaan

Proyeksi Laporan Keuangan

Laporan keuangan yang tersedia kemudian diproyeksikan dengan tahun dasar sebagai data laporan keuangan perusahaan untuk periode 31 Desember 2018. Karena pendekatan penilaian saham dilakukan dengan menggunakan metode *discounted earning approach*, Proyeksi laporan keuangan khusus akan dibuat dalam laporan laba rugi. Hal ini dilakukan untuk mendapatkan nilai estimasi pendapatan bank XYZ dalam lima tahun ke depan. Data tentang kondisi ekonomi, perkembangan perbankan industri dan rencana bisnis Bank XYZ. Dalam perencanaan keuangan, umumnya, periode proyeksi 5 tahun.

Proyeksi ini sesuai dengan deret waktu yang telah dilakukan perusahaan untuk memperoleh hasil proyeksi laporan keuangan yang dapat dicapai manajemen di masa depan. Persentase metode penjualan adalah metode proyeksi yang umum digunakan, di mana dalam laporan keuangan akun penjualan dikonversi menjadi pendapatan, yang tujuannya adalah untuk memproyeksikan akun dalam laporan laba rugi. Dalam metode ini, akun-akun dalam laporan keuangan adalah dalam bentuk laporan keuangan pendapatan untuk tahun 2014 hingga 2018. Tingkat pertumbuhan pendapatan dan laporan keuangan PT Bank XYZ Laba dan rugi Bank dapat disajikan sebagai berikut:

Setelah mendapatkan laporan laba rugi, proyeksi berikut dilakukan selama 5 tahun ke depan. Laporan keuangan pendapatan akan dihitung untuk menentukan pertumbuhan delta dalam pendapatan bunga operasional, sehingga setiap pertumbuhan pendapatan operasi setiap tahun dapat diketahui. Pertumbuhan tahunan Delta dalam pendapatan bunga masing-masing akan dibuat.

Untuk alasan ini, hasilnya dikalikan, kemudian hasilnya dibagi rata-rata sesuai dengan jumlah tahun (deret waktu) yang digunakan, untuk menghasilkan rasio rata-rata pendapatan bunga dalam laporan keuangan. Hasil rasio rata-rata akan digunakan sebagai dasar untuk menghitung proyeksi. Dalam proyeksi laporan laba rugi, laporan keuangan dilakukan untuk menentukan seberapa besar pertumbuhan bisnis perusahaan dalam penciptaan pendapatan operasional di masa depan.

Perhitungan analisis laporan keuangan yang diproyeksikan dapat ditemukan sesuai dengan tabel di bawah ini.

Tabel 4.11
Proyeksi Laporan Keuangan Laba Rugi, terolah
(dalam jutaan)

PROYEKSI	Basis	F1	F2	F3	F4	F5
	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Pendapatan (3.3%)	711,228	734,699	758,944	783,989	809,860	836,585.7
Beban Bunga (53%)	354,939	389,390	402,240	415,514	429,226	443,390
Pendapatan Bersih	354,939	345,308	356,703	368,475	380,634	393,195
Pendapatan Operasional (1.6%)	12,696	11,755	12,143	12,544	12,958	13,385
Beban Operasional (26%)	233,485	191,022	197,325	203,837	210,564	217,512
Laba Operasional	119,120	166,042	171,521	177,181	183,028	189,068
Beban Pajak (25%)	31,543	41,510	42,880	44,295	45,757	47,267
EAT	90,492	124,531	128,641	132,886	137,271	141,801

Sumber: *Financial Statement* Bank XYZ Tahun 2014- 2018

Tabel 4.12
Proyeksi Tingkat Earning PT Bank XYZ terolah
(dalam jutaan)

PROYEKSI	Basis	F1	F2	F3	F4	F5
	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Earning	90,492	124,531	128,641	132,886	137,271	141,801

Sumber: Data diolah

Penentuan Tingkat WACC

1. *Cost of Equity*

Perhitungan biaya modal menggunakan metode model harga aset modal (CAPM) dengan rumus berikut:

$$K_e = R_f + \beta[E(R_m) - R_f]$$

Dengan metode ini, biaya modal dihitung berdasarkan tingkat bebas risiko plus beta perusahaan dikalikan dengan premi risiko pasar. Komponen yang digunakan dalam perhitungan biaya modal dengan metode CAPM adalah tingkat bebas risiko, beta dan premi risiko pasar.

1. *Risk free rate*, Nilai tingkat bebas risiko ditentukan dari hasil lelang sertifikat Bank Indonesia (SBI) rata-rata dari 2014 hingga 2018, yaitu 6,406%.

Tabel 4.13
Data SBI Tahun 2014-2018

Tahun	SBI (%)
2014	6.9
2015	7.1
2016	5.9
2017	5.2
2018	6.93
Rata-Rata	6.406

Sumber: Bank Indonesia (2018)

2. Komponen beta (β) suatu saham, semakin tinggi nilai beta suatu saham, semakin sensitif saham tersebut terhadap pergerakan XYZ pasar. Demikian pula, jika nilai beta saham lebih rendah, maka stok kurang sensitif, bahkan jika beta negatif, maka pergerakan harga saham dibandingkan dengan kebalikan dari pergerakan pasar XYZ (Damodaran, 2002). Untuk perhitungan nilai beta dalam penelitian ini, karena saham bank XYZ belum diperdagangkan di bursa, maka diasumsikan bahwa nilai beta bank XYZ sama dengan nilai *beta unlevered* perusahaan perbankan yang datanya diperoleh dari http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html, yaitu sebesar 0,57. Karena Bank XYZ membiayai bagian dari operasinya dengan hutang, *beta leverage*

harus dihitung menggunakan rumus berikut:

$$\beta_L = \beta_u(1 + (1 + t)\frac{D}{E})$$

Nilai *unlevered beta* untuk perusahaan pembiayaan bank diperoleh dari situs web <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> yaitu 0,57. Tax rate yang digunakan adalah tarif pajak pph badan Indonesia yaitu 25%. *Debt to equity ratio* didapat dengan merata-ratakan data historis *debt to equity rasio* bank XYZ. Perhitungan *debt to equity rasio* bank XYZ dapat dilihat di tabel 4.14.

Tabel 4.14
Debt to Equity Ratio Bank XYZ

Total Hutang	Total Ekuitas	DER
5,336,865	901,975.00	5.916865767
5,921,363	1,162,885.00	5.091959222
5,873,585	1,276,693.00	4.600624426
5,854,907	1,358,276.00	4.310542924
6,879,947	1,450,356.00	4.743626392
Rata-Rata DER		4.932723746

Sumber: Financial Statement Bank XYZ Tahun 2014–2018

Dari perhitungan tersebut diperoleh rata-rata *Debt to Equity Ratio* bank XYZ sebesar 4,93 kali. Dengan menggunakan data yang telah didapat maka dapat diperoleh beta bank XYZ sebagai berikut:

$$\beta_{L\text{ bank indeks}} = 0,57[1 + (1 - 25\%)(4,932)] = 2,67$$

3. *Market Risk Premium*, Nilai E (Rm) diperoleh sebesar 15,217%, yang dihitung berdasarkan rata-rata tingkat pengembalian bulanan atas IHSG dari tahun 2014 sampai dengan 2018 yang di setahunkan.

Maka, perhitungan *cost of equity* tersebut adalah:

$$K_e = R_f + \beta[E(R_m) - R_f]$$

$$= 0,06406 + (2,67) [0,15217 - 0,06406]$$

$$= 0,06406 + 0,12618$$

$$= 0,2993137$$

Sehingga, biaya modal bank XYZ dapat dihitung dengan menggunakan rumus CAPM yaitu sebesar 29,93%.

Perhitungan Cost of Debt

Biaya hutang yang digunakan untuk menghitung biaya modal adalah biaya hutang setelah pajak (KdT). Oleh karena itu, KdT dapat dihitung setelah pajak dengan rumus:

$$K_dT = K_d(1 - T)$$

Dimana:

KdT = Biaya hutang setelah pajak

Kd = Biaya hutang sebelum pajak

T = Tarif efektif pajak perseroan

Tabel 4.15
Biaya Hutang

Tahun	Beban Bunga	Total Hutang	Beban Bunga/Total Hutang (Kd)	Pajak (T)	(1-T)	Kdt = kd(1-T)	Total Ekuitas	Total Modal
2014	350.526	5.336.865	0,066	0,25	0,75	0,049	901.975	6.238.840
2015	424.806	5.921.363	0,072	0,25	0,75	0,054	1.162.885	7.084.248
2016	389.811	5.873.585	0,066	0,25	0,75	0,050	1.276.693	7.150.278
2017	315.489	5.854.907	0,054	0,25	0,75	0,040	1.358.276	7.213.184
2018	354.939	6.879.947	0,052	0,25	0,75	0,039	1.450.356	8.330.303
Rata-Rata	367.114	5.973.333	0,062	0,25	0,75	0,046	1.230.037	7.203.371

Sumber: Data diolah

Dengan demikian biaya hutang bank xyz sebesar 0.046.

Perhitungan *Weighted Cost of Capital (WACC)*

Tabel 4.16
Weighted Average Cost Capital (WACC)

Ke	E/(D+E)	Ke x E/(D+E)	Kd(1-T)	D/D+E	kd(1-T) x D/D+E	WACC
0,299	0,145	0,043	0,049	0,855	0,042	0,085
0,299	0,164	0,049	0,054	0,836	0,045	0,094
0,299	0,179	0,053	0,050	0,821	0,041	0,094
0,299	0,188	0,056	0,040	0,812	0,033	0,089
0,299	0,174	0,052	0,039	0,826	0,032	0,084
0,299	0,170	0,051	0,046	0,830	0,039	0,089

Sumber: Data diolah

Untuk menghitung Weighted Cost of Capital (WACC) digunakan rumus sebagai berikut:

$$WACC = \left[K_e \times \frac{E}{(D + E)} \right] + \left[K_d(1 - T) \times \frac{D}{(D + E)} \right]$$

Dari rumus sebelumnya, di mana biaya hutang (kd) dan biaya modal (a) diketahui dalam rumus sebelumnya, masing-masing 0,046 dan 0,299. Adapun tarif pajak (T) 25%.

Tabel 4.17
Perhitungan
Weighted Average Cost Capital

Ke	0,299
E/(D+E)	0,170
Ke x E/(D+E)	0,051
Kd(1-T)	0,046
D/D+E	0,830
kd(1-T) x D/D+E	0,039
WACC	0,090

Sumber: Data diolah

Perhitungan *Discounted Earning*

Rumus pendekatan *Discounted Earning Approach*:

$$P_0 = \left(\frac{E_1}{(1+r)^1} \right) + \left(\frac{E_2}{(1+r)^2} \right) + \left(\frac{E_3}{(1+r)^3} \right) + \dots + \left(\frac{E_n}{(1+r)^n} \right)$$

$$P_0 = (124. \frac{531}{(1+0,09)^1} + (128. \frac{641}{(1+0,09)^2} + (132. \frac{886}{(1+0,09)^3} + (137. \frac{271}{(1+0,09)^4} + (141.801/(1+0,09)^5$$

Estimasi Nilai *Terminal Value*

Nilai terminal adalah nilai estimasi pada akhir periode proyeksi, tujuannya adalah untuk mendiskontokan nilai terminal ke nilai saat ini (Prawoto 2004: 112). Setelah menghasilkan proyeksi laba dan WACC mengubah laba menjadi faktor diskonto sesuai periode waktu. Dengan asumsi proyeksi 5 tahun, pada akhir periode proyeksi ia memasuki pertumbuhan abadi (*stable growth*).

Setelah mendapatkan biaya rata-rata tertimbang dari nilai tingkat diskonto modal, tentukan tingkat pertumbuhan konstan. Pertumbuhan konstan dapat diketahui melalui pertumbuhan rata-rata Produk Domestik Bruto (PDB) Indonesia, peneliti ini hanya dikenal selama 5 tahun, yaitu dari 2014 hingga 2018 (www.bps.go.id).

Pada tingkat pertumbuhan *constant growth* selama tahun 2014-2018 maka pertumbuhan rata-rata dilakukan, sehingga hasil perhitungan diperoleh pertumbuhan rata-rata 5,07 persen. *Constant growth* diperlukan untuk melakukan analisis perhitungan proyeksi *earning*, yang kemudian akan digunakan untuk mendapatkan nilai akhir *value of firm*.

Melihat pertumbuhan bank XYZ selama periode 2014-2018 sebesar 3,3 persen, sementara rata-rata pertumbuhan PDB adalah 5,07 persen, dengan mengasumsikan pertumbuhan untuk analisis *estimasi terminal value* adalah pada tingkat pertumbuhan sebesar 3,5 persen. Dengan menggunakan tingkat pertumbuhan ini sebagai asumsi karena masih rentan terhadap kisaran pertumbuhan antara Produk Domestik Bruto (PDB) sebesar 5,07 persen dan pertumbuhan pendapatan Bank XYZ sebesar 3,3 persen.

Tabel 4.18
Tingkat Pertumbuhan Ekonomi Tahun 2014 - 2018

2014	5,01
2015	4,79
2016	5,02
2017	5,03
2018	5,17
Rata-Rata	5,073

Sumber: BPS Tahun 2018

Setelah mendapatkan semua harga diskon, mereka dapat dihitung *terminal value*. Saat menghitung hubungan ini dibuat oleh Damodaran (2002: 305) menerapkannya menggunakan rumus, sebagai berikut:

$$\text{Terminal Value} = \frac{\text{Equity}_{n+1}}{\text{Cost of Equity} - gc}$$

N = Tahun akhir periode proyeksi

gc = *Constant Growth*

Tabel 4.19
Perhitungan Estimasi Terminal Value setelah Tahun ke 5

Proyeksi Earning 2023	92.161
Constant Growth (gc)	3,50%
WACC	9,00%
Terminal Value = Earning n+1 / WACC - gc	1.675.656
PV Terminal Value	999.139

Sumber: Data diolah

Perhitungan estimasi *terminal value* dilakukan sesuai Tabel 4.19, hanya perhitungan estimasi nilai terminal untuk setelah tahun ke 5 adalah Rp 1.675.656, kemudian di present value kan menjadi Rp 999.139 sesuai dengan asumsi yang dibuat oleh simpatisan.

Estimasi Nilai Instrinsik Perusahaan

Untuk mengetahui nilai perusahaan, yang merupakan nilai sekarang dari proyeksi laba yang diharapkan, perhitungan diperoleh dari jumlah nilai sekarang yang diperoleh dari laba setelah pajak (EAT) selama periode proyeksi (2014-2018). Kemudian, perhitungan ulang dilakukan dengan mendiskontokan biaya modal tertimbang rata-rata (WACC) yang memiliki nilai 9,0% persen, yang kemudian ditambahkan ke EAT pada nilai terminal, sehingga hasil perhitungan ini akan menghasilkan nilai yang diharapkan dari bisnis.

Oleh karena itu, untuk mengetahui hasil perhitungan nilai perusahaan dalam penelitian ini, perhitungannya dapat dilihat pada Tabel 4.20 sebagai berikut.

Tabel 4.20
Perhitungan Estimasi Nilai Perusahaan (Perhitungan Normal)

Uraian	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Earning After Tax (EAT)	124.531	128.641	132.886	137.271	141.801	
Constant Growth (cg)	3,50%					
WACC	9,00%					
PV Earning (EAT)	114.249	108.275	102.612	97.246	92.161	
PV Teminal Value						999.139
Value of Firm	1.513.683					
Jumlah lembar saham	3.007.415.187	3.007.415.187	3.007.415.187	3.007.415.187	3.007.415.187	
Nilai Perusahaan per Lembar Saham	503					

Sumber: Data diolah

Hasil analisis perhitungan dengan metode *Discount Gain* yang diketahui sebelumnya adalah jumlah nilai yang diperoleh dari total nilai sekarang yang diperoleh dari EAT *Present Value* pada 2014-2018 ditambah nilai terminal pada 2024 yang di *present value* kan. Nilai terminal *present value* yang digunakan, bahwa tingkat pertumbuhan setelah proyeksi selama 5 tahun (2019-2023) diasumsikan stabil dan konstan dalam kisaran pertumbuhan 3,5 persen, sehingga asumsi ini dipilih karena tingkat pertumbuhan yang diproyeksikan pada 2014-2018 adalah 3,3 persen. Dengan demikian hasil perhitungan ini memperoleh nilai perusahaan sebesar Rp 1.513,683 juta. Untuk menemukan nilai per saham, kita dapat membagi nilai perusahaan dengan jumlah saham yang beredar, sehingga kita memperoleh nilai saham di kisaran Rp 503 per saham untuk posisi normal.

Selanjutnya, dianalisis perhitungan nilai intrinsik perusahaan dengan perhitungan pesimis.

Tabel 4.21
Perhitungan Estimasi Nilai Perusahaan (Perhitungan Pesimis)

Uraian	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Earning After Tax (EAT)*	121.759	124.194	126.678	129.211	131.796	
Constant Growth (cg)	3,50%					
WACC	9,00%					
PV Earning (EAT)	111.705	104.531	97.818	91.537	85.658	
PV Teminal Value						928.638
Value of Firm	1.419.888					
Jumlah lembar saham	3.007.415.187	3.007.415.187	3.007.415.187	3.007.415.187	3.007.415.187	
Nilai Perusahaan per Lembar Saham	472					

*asumsi pertumbuhan pendapatan 1%

Sumber: Data diolah

Hasil perhitungan pesimistis diperoleh nilai perusahaan sebesar Rp 1.419.888 juta. Untuk menentukan nilai per saham, nilai ekuitas dapat dibagi dengan jumlah saham yang beredar, sehingga nilai saham adalah Rp 472 per saham.

Selanjutnya, perhitungan nilai intrinsik perusahaan dianalisis dengan perhitungan optimis.

Tabel 4.22
Perhitungan Estimasi Nilai Perusahaan (Perhitungan Optimis)

Uraian	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Earning After Tax (EAT)*	126.581	132.910	139.555	146.533	153.860	
Constant Growth (cg)	3,50%					
WACC	9,00%					
PV Earning (EAT)	116.129	111.868	107.762	103.808	99.998	
PV Terminal Value						1.084.104
Value of Firm	1.623.669					
Jumlah lembar saham	3.007.415.187	3.007.415.187	3.007.415.187	3.007.415.187	3.007.415.187	
Nilai Perusahaan per Lembar Saham	540					

*asumsi pertumbuhan pendapatan 5%

Hasil dari perhitungan optimis diperoleh *value of firm* sebesar Rp 1.623.669 juta. Untuk mengetahui nilai per saham, Anda bisa membagi nilai ekuitas dengan jumlah saham yang beredar, sehingga nilai sahamnya adalah Rp 540 per saham.

Metode perbandingan data pasar (*Relative Valuation*)

Penilaian menggunakan metode perbandingan data pasar (penilaian relatif) dimulai dengan pengumpulan data pada perusahaan yang sebanding dan ada di pasar saham. Enam perusahaan publik juga terdaftar di grup industri perbankan di Bursa Efek Indonesia (BEI). Dari enam perusahaan publik yang digunakan untuk perbandingan, perusahaan-perusahaan ini adalah PT Bank Bumi Arta, Tbk, PT Bank Maspion, Tbk, PT Bank of India, Tbk, PT Bank Capital Indonesia, Tbk, PT Bank Dinar Indonesia, Tbk, PT Bank Mestika Dharma, Tbk.

Pemilihan ke enam perusahaan tersebut disebabkan oleh fakta bahwa mereka memiliki total aset yang relatif sama atau tidak jauh berbeda dan masuk dalam kategori yang sama, yaitu, Bank BUKU II. Ini adalah dasar untuk memilih enam perusahaan sebagai perbandingan. Juga, berdasarkan penelitian sebelumnya, memilih perusahaan perbandingan ketika melakukan evaluasi bisnis adalah perusahaan yang serupa di industri bisnis. Hasil perhitungan PBV berikut untuk enam perusahaan yang disajikan pada Tabel 4.23 dan Tabel 4.24 adalah sebagai berikut.

Tabel 4.23
Perhitungan PBV Enam Bank Perbandingan

Perhitungan PBV (*Price to Book Value*) dari Enam Bank Perbandingan

Nama Perusahaan	Tahun	Aset	Ekuitas	Saham Beredar	Harga Saham	Book Value of Equity	PBV
PT Bank Bumi Arta, Tbk	2016	7.121.173	1.296.667	2.310	200	561,328	0,356
	2017	7.014.677	1.362.829	2.310	268	589,969	0,454
	2018	7.297.274	1.494.755	2.310	278	647,080	0,430
Pt Bank Maspion, Tbk	2016	5.481.518	1.111.612	3.851	420	288,655	1,455
	2017	6.054.845	1.162.157	4.443	392	261,543	1,499
	2018	6.694.023	1.200.740	4.443	368	270,226	1,362
PT Bank of India, Tbk	2016	4.306.073	1.108.216	1.042	2050	1063,955	1,927
	2017	4.487.328	1.121.236	1.374	1735	816,297	2,125
	2018	3.896.760	1.130.232	1.389	1750	813,819	2,150
PT Bank Capital Indonesia, Tbk	2016	14.207.414	1.315.040	7.040	206	186,809	1,103
	2017	16.349.473	1.408.386	7.040	216	200,069	1,080
	2018	18.019.614	1.484.963	7.070	300	210,033	1,428
PT Bank Dinar Indonesia, Tbk	2016	2.311.229	446.078	2.250	234	198,257	1,183
	2017	2.535.110	458.087	2.250	274	203,594	1,344
	2018	2.534.266	474.060	2.250	270	210,693	1,280
PT Bank Mestika Dharma, Tbk	2016	10.587.950	2.681.773	4.090	1.500	655,676	2,288
	2017	11.817.844	3.082.150	4.090	1.375	753,565	1,825
	2018	11.914.067	2.996.269	4.090	1.380	732,568	1,884
Rata-Rata		7.923.924	1.407.514	3.536	734	481,341	1,398

Tabel 4.24
Nilai Rata-Rata PER dari Enam Bank Pembanding

Nama Perusahaan	Tahun	HARGA SAHAM	EPS	PER
PT Bank Bumi Arta, Tbk	2016	200	34	5,87
	2017	268	39	6,91
	2018	278	40	6,91
PT Bank Maspion, Tbk	2016	420	17	24,60
	2017	392	16	25,06
	2018	368	16	23,03
PT Bank of India, Tbk	2016	2.050	-485	N/A
	2017	1.735	-93	N/A
	2018	1.750	7	250,00
PT Bank Capital Indonesia, Tbk	2016	206	13	15,51
	2017	216	12	17,65
	2018	300	15	19,88
PT Bank Dinar Indonesia, Tbk	2016	234	6	40,35
	2017	274	4	61,06
	2018	270	9	30,64
PT Bank Mestika Dharma, Tbk	2016	1.500	44	34,22
	2017	1.375	65	21,28
	2018	1.380	65	21,23
Rata-rata				37,76

Tabel 4.25
Nilai Rata-Rata PBV & PER Bank BRI

Nama Perusahaan	Tahun	PER	PBV
Bank Rakyat Indonesia	2016	15,47	2,75
	2017	13,95	2,41
	2018	13,95	2,44
Rata-Rata		14,46	2,53

Nilai PBV rata-rata bank BRI pada 2016-2018 adalah 2,53, angka ini menjelaskan bahwa harga saham BRI cukup mahal dibandingkan dengan bank XYZ dan enam perusahaan perbankan komparatif. Ini berarti bahwa investor harus membayar Rp 2,53 untuk setiap Rp 1 dari kekayaan bersih BRI. Lebih lanjut, dapat dijelaskan nilai PBV BRI hanya sekitar 2 kali lebih tinggi dari buku Bank II, karena bank BRI melakukan kebijakan *stock split* pada 10 November 2017, di mana BRI melakukan *stock split* dari Rp 250 per saham ke Rp 50 per saham (*Stock Split* 1:5).

Tabel 4.26
Nilai Rata-Rata PER Bank XYZ

Tahun	Laba Bersih (Juta)	Jumlah Lembar Saham	EPS	PER
2016	115.509	3.007.415.187	38,408	13,10
2017	85.074	3.007.415.187	28,288	17,78
2018	90.492	3.007.415.187	30,089	16,72
Rata-Rata				15,86

Dari tabel diatas didapatkan hasil nilai PBV rata-rata enam perusahaan bank pembanding adalah 1,398x dan nilai PER dan nilai PER rata-ratanya 37,76x. Jika dibandingkan dengan nilai PBV Bank XYZ sebesar 1,043x (asumsi data harga pasar saham mengacu pada enam bank pembanding dan perhitungan *Discounted Earning* dalam kondisi normal). Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa harga pasar saham Bank XYZ relatif lebih murah dibandingkan dengan nilai PBV rata-rata dari enam bank pembanding. Harga saham bank XYZ di harga Rp 503 dan PBV 1,043 kalinya tidak kemahalan (*overvalued*) dan tidak kemurahan (*undervalued*) sehingga bisa dikatakan mendekati *fair value* atau harga wajarnya. Selain itu, jika dilihat dari nilai PER, PER bank XYZ adalah 15,86x, kurang dari PER rata-rata bank pesaing sebesar 37,76x.

Hasil penilaian harga saham wajar PT Bank XYZ telah beberapa kali didiskusikan dengan pejabat PT Bank XYZ dengan wawancara secara informal dimana jenis wawancara ini adalah bersifat fleksibel dan dapat mengikuti pemikiran partisipan sebagai pihak yang diwawancarai. Hasil wawancara kepada pejabat PT Bank XYZ tersebut penilaian harga saham wajar dikisaran Rp 472 – Rp 540 per lembar saham, merupakan harga yang cukup menarik dan memprediksi harga saham wajar PT Bank XYZ di kisaran harga tersebut.

5. KESIMPULAN, IMPLIKASI DAN SARAN

Berdasarkan hasil perhitungan menggunakan metode *discounted earning* dan *relative valuation* yang telah dilakukan, maka disimpulkan beberapa hal sebagai berikut, Hasil perhitungan nilai harga saham wajar PT Bank XYZ dengan metode *Discounted Earning* dalam kondisi normal dikisaran Rp 503 per lembar saham, Hasil perhitungan nilai harga saham wajar PT Bank XYZ dengan metode *Discounted Earning* dalam kondisi pesimis dikisaran Rp 472 per lembar saham, Hasil perhitungan nilai harga saham wajar PT Bank XYZ dengan metode *Discounted Earning* dalam kondisi optimis adalah sebesar Rp 540 per lembar saham.

Dalam upaya meningkatkan permodalan perusahaan agar dapat menjadi Bank yang tetap dipercaya oleh nasabah-nasabahnya dan memenuhi ketentuan regulator namun juga tetap dapat menarik investor untuk dapat membeli saham perusahaan ketika perusahaan melakukan IPO (*Initial Public Offering*) dengan kisaran harga antara Rp 472 – Rp 550 per lembar saham. Selain itu dengan perusahaan melakukan IPO di harga yang menarik bagi investor, Bank dapat melakukan ekspansi yang lebih luas lagi dengan naik BUKU III misalnya, sehingga dapat melakukan aktivitas dan kegiatan Bank Umum untuk kategori BUKU III. Serta disarankan juga agar manajemen perusahaan meningkatkan tingkat penjualan / pendapatan bunga perusahaan, dengan tujuan PER dan PBV di atas nilai rata-rata bank pembanding.

DAFTAR PUSTAKA

- Ansawi & Wijaya, (2008). Perhitungan Metode Keuangan. Jakarta: PT. Gramedia.
- Damodaran (2000). Estimating Risk Parameters. New York : Stern School of Business.
- Damodaran, A. (2002.) Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset (2nd EDITION). New York: John Wiley & Sons.
- Damodaran. A. (1997). Corporate Finance: Theory and Practice. New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Fahmi, I. (2015). Teori Portofolio dan Analisis Investasi. Bandung: Alfabeta.
- Febiolla, D., Andreas, H.H., & Mulyani, W. T. (2019). Pengaruh Tingkat Kesehatan Perbankan Terhadap Harga Saham Perusahaan Perbankan Di BEI Tahun 2008 – 2017. *Ejournal Perspektif Akuntansi*, 2(3), 211-236.
- Frensidy, B. (2010). Matematika Keuangan, Edisi ketiga (Revisi). Jakarta: Salemba Empat.
- Fuller, R. (1987). Modern Investment and Security Analysis. Singapore: McGraw Hill. International Editions Financial Series.
- Guinan, J. (2009). Cara Mudah Memahami Istilah Investasi, Investopedia. Jakarta: PT. Mizan Publika.
- Hamonangan, F. & Dyah S. (2012). Perhitungan Harga SahamWajar PT. Bank Central Asia Tbk Dengan Menggunakan Metode Discounted Earning Approach dan Price To Book Value. *Jurnal Pasar Modal dan Perbankan*, 1(1), 1-19.
- Hartono, J. (2016). Teori Portofoliodan Analisis Investasi. Yogyakarta: BPFE.
- Hidayat, M., Efni, Y., & Rokhmawati, A. (2018). Pengaruh Total Aset Turn Over, DER, Cash Flow Terhadap Return Saham Dengan Trading Volume Activity Sebagai Variabel Intervening (Studi Pada Perusahaan Plantation Yang Terdaftar Di BEI 2016-2017). *Jurnal Ilmiah Akuntansi Dan Finansial Indonesia*, 2(1).
- Hitchner, J. R. (2017). Financial Valuation: Application and Model. USA: Jihn Wiley & Sons, Inc. New Jersey.
- Husnan, S. (2008). Teori Portofoliodan Analisis Sekuritas. Yogyakarta: UPP AMP.
- Ivanovska1, N., Ivanovski, Z. & Narasanov, Z. (2014) Fundamental Analysis And Discounted Free Cash Flow Valuation Of Stocks At Macedonian Stock Exchange. *UTMS Journal of Economics*, 5 (1), 11–24.
- Khoirudin, R., & Kusuma, D. R. (2016). Nilai Pasar Saham Perusahaan Pasca Right Issue. *Jurnal Ilmu Ekonomi dan Pembangunan*, 18(1), 1-15.
- Manurung, A. (2011). Valuasi Perusahaan. Jakarta: PT. Adler Manurung Press.
- Nugraha, E. S. & Sulasmiyati, S. (2017). Analisis Nilai Intrinsik Saham Dengan Relative Valuation Techniques. *Jurnal Administrasi Bisnis*, 52(1), 106-113.
- Rachmawati, I. (2007). Pengumpulan Data Dalam Penelitian Kualitatif: Wawancara. *Jurnal Keperawatan Indonesia*, 11(1), 35-40.