

Estimasi Nilai Pasar Wajar Ekuitas PT Prima Layanan Nasional Enjiniring Dalam Persiapan *Initial Public Offering* (IPO)

Ahmad Rizani^{*)}

Program Studi Ekonomi Pembangunan Fakultas Ekonomi Universitas Borneo Tarakan

ABSTRAK

PT Prima Layanan Nasional Enjiniring (PT PLN Enjiniring) berencana melakukan *initial public offering* pada tahun 2012 yang dimaksudkan untuk pengembangan usaha. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengestimasi nilai pasar wajar ekuitas PT PLN Enjiniring dalam rangka *initial public offering* tersebut. Nilai pasar wajar ekuitas PT PLN Enjiniring diperoleh dengan menggunakan metoda *discounted cash flow-free cash flow to equity*. Informasi yang digunakan dalam penelitian ini berasal dari data sekunder berupa laporan keuangan dan informasi lain yang terkandung pada laporan tahunan PT PLN Enjiniring tahun 2008-2010 yang telah diaudit oleh akuntan publik, laporan keuangan perusahaan pembanding, dan data harga saham perusahaan pembanding. Hasil estimasi nilai pasar wajar ekuitas PT PLN Enjiniring per tanggal 31 Desember 2011 dengan menggunakan metoda *discounted cash flow-free cash flow to equity* diperoleh indikasi nilai pasar wajar ekuitas sebesar Rp2.583.155.716.515.

Kata kunci : initial public offering, nilai pasar wajar ekuitas, discounted cash flow-free cash flow to equity.

Estimated Fair Market Value Equity of PT Prima Layanan Nasional Enjiniring to Prepared Initial Public Offering (IPO) by Using Discounted Cash Flow-Free Cash Flow to Equity Method

ABSTRACT

PT Prima Layanan Nasional Enjiniring (PT PLN Enjiniring) plans to conduct an initial public offering in 2012 that is intended for business development. Purpose of this research was to estimate the fair market value of equity of PT PLN Enjiniring in the framework of an initial public offering. Fair market value of equity of PT PLN Enjiniring is acquired by using discounted cash flow-free cash flow to equity method. Information used for this research come from two secondary data from financial reports and other information contained in the annual report 2008-2010 PT PLN Enjiniring years audited by public accountants, comparative financial reports, and company's stock data comparison. The estimated fair market value of equity of PT PLN Enjiniring per December 31st 2011 by using the method of discounted cash flow-free cash flow to equity is obtained indication the fair market value of equity amounting to Rp2.583.155.716.515.

Keywords : initial public offering, fair market value of equity, discounted cash flow-free cash flow to equity

PENDAHULUAN

Untuk pengembangan dan perluasan usaha, perusahaan tentu akan membutuhkan dana yang tidak sedikit dan kadangkala kebutuhan dana ini tidak bisa dipenuhi dengan hanya mengandalkan dana dari pihak internal perusahaan saja. Oleh karena itu, perusahaan yang belum menjadi perusahaan publik dapat meningkatkan kebutuhan dana dengan menempuh beberapa alternatif. Pertama, menjual

langsung kepada pemegang saham yang sudah ada sebelumnya. Kedua, menjual kepada karyawan lewat *Employee Stock Ownership Plan* (ESOP). Ketiga, menambah saham lewat dividen yang tidak dibagi (*dividend reinvestment plan*). Keempat, menjual langsung kepada pembeli tunggal (misalnya investor institusional) secara privat. Kelima, menjual kepada publik lewat pasar saham (Jogiyanto, 2010: 34)

Dalam proses penerbitan saham (IPO) PT Prima Layanan Nasional Enjiniring (PT PLN Enjiniring) yang

^{*)} E-mail: ahmadrizani@yahoo.co.id

merupakan anak perusahaan dari PT PLN (Persero) yang menurut rencana akan IPO tahun 2012 (Koran Tempo, 2 Mei 2012), faktor utama yang harus diperhatikan adalah menyangkut penentuan harga saham perusahaan. Penentuan harga yang tepat suatu saham sebagai indikator nilai perusahaan bukanlah hal yang mudah karena proses tersebut menyangkut pendapatan (*cash flow*) perusahaan yang akan diterima di masa yang akan datang yang diharapkan dapat memberikan manfaat kepada pemiliknya.

Tujuan dari penelitian yang dilakukan ini adalah melakukan penilaian perusahaan (*company valuation*) pada PT PLN Enjiniring dalam hal menentukan nilai pasar wajar ekuitas didasarkan pada tingkat harga yang mencerminkan kondisi dan kinerja perusahaan yang sebenar-benarnya sehingga dapat dijadikan bahan acuan nilai dalam proses penawaran saham pada saat *initial public offering* oleh perusahaan dari sisi keilmuan (akademis).

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat dan juga informasi bagi pihak-pihak yang memerlukan. Adapun manfaat dari penelitian ini di antaranya: (i) memberikan pengayaan dan kontribusi literatur tentang penilaian perusahaan (*company valuation*) untuk menentukan nilai pasar wajar ekuitas; (ii) bagi perusahaan (PT PLN Enjiniring) maupun pemerintah, dapat dijadikan sebagai bahan evaluasi harga saham yang akan ditawarkan dipasar modal sehingga tidak ada potensi kerugian negara akibat harga yang ditetapkan terlalu rendah dan dana yang diperoleh dari penawaran saham dapat maksimal; dan (iii) bagi investor penetapan nilai pasar wajar ekuitas PT PLN Enjiniring dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan dalam melakukan investasi.

Liu, Nissim, and Thomas (2007), melakukan penelitian tentang penilaian perusahaan menggunakan angka pengganda/*multiple*. Hasil studinya menemukan bahwa penilaian ekuitas dengan angka pengganda/*multiple* industri berdasarkan laba yang dilaporkan mendekati harga perdagangan daripada aliran kas operasi untuk menentukan nilai perusahaan. *Multiple* yang sederhana didasarkan pada rasio harga saham terhadap penggerak nilai. Pemilihan penggerak nilai meliputi: aliran kas, nilai buku ekuitas, laba dan pendapatan. Penilaian perusahaan berdasarkan laba akuntansi melalui *multiple* industri lebih mewakili nilai karena laba/*earnings* mencerminkan perubahan nilai ketika aliran kas terjadi. Estimasi EPS (*Earnings per Share*) mewakili lebih baik pengukuran nilai daripada estimasi aliran kas bersih, setelah itu aliran kas bersih dan *book value of equity* berada di urutan

kedua, dan paling akhir adalah *multiple* yang berasal dari penjualan. Ketika membandingkan penggunaan deviden dengan laba (*earnings*), estimasi penggunaan laba lebih baik daripada pengukuran nilai dengan menggunakan estimasi deviden. Dalam penelitian ini, dikeluarkan perusahaan yang mempunyai nilai penggerak negatif (*earnings*, deviden, aliran kas operasi) karena penilaian perusahaan berdasarkan *multiple* hanya dapat dihitung pada saat penggerak nilai positif. Penelitian ini juga menggunakan nilai pasar (*market price*) sebagai *proxy* untuk *intrinsic value* atau nilai intrinsik. Perbedaan harga antara *multiple earning* dengan *multiple* aliran kas dapat disebabkan oleh sebagian dari inefisiensi pasar.

Fernandez (2007) melakukan penelitian dengan mengklasifikasikan metoda penilaian usaha menjadi empat metoda, yaitu: *balance sheet-based method* (metoda neraca), *income statement-based method* (metoda pengakuan pendapatan/data pasar), *mixed method* (metoda campuran), dan *cash flow discounting-based method* (metoda aliran kas terdiskonto). Dalam penelitian tersebut dikemukakan bahwa motivasi melakukan penilaian menentukan tujuan dalam penilaian itu sendiri. Dari keempat metoda di atas yang paling tepat dalam mengestimasi nilai perusahaan adalah *cash flow discounting-based method*, sebab perusahaan adalah penghasil dari aliran kas, kemudian dengan menggunakan tingkat diskonto tertentu aliran kas tersebut dijadikan aliran nilai kini. Kesalahan-kesalahan yang umumnya terjadi dalam perhitungan penilaian perusahaan dengan menggunakan *discounted cash flow* adalah kesalahan dalam menentukan tingkat diskonto dan mengenai risiko perusahaan, kesalahan dalam menghitung atau memperkirakan aliran kas yang diharapkan, kesalahan dalam menentukan nilai residual, kesalahan dalam ketidakkonsistenan dan konseptual, kesalahan dalam menafsirkan nilai, dan kesalahan secara organisasi.

Fernandez (2009) juga melakukan penelitian tentang perusahaan dengan menggunakan sepuluh metoda yang paling umum digunakan dalam penilaian perusahaan dan sembilan teori. Kesepuluh metoda tersebut adalah: *free cash flow discounted* dengan WACC; *equity cash flows discounted* dengan *required return on equity*; *capital cash flow discounted* dengan WACC sebelum pajak; APV (*Adjusted Present Value*); *The business's risk-adjusted free cash flows discounted at the required return on assets*; *The business's risk-adjusted equity cash flows discounted* dengan *required return on assets*; *economic profit discounted* dengan *required return on equity*; EVA *discounted* dengan WACC; *the risk-free rate-adjusted free cash flows discounted*

dengan tingkat bebas risiko; dan *the risk-free rate-adjusted equity cash flows discounted at the required return on assets*.

Kesembilan teori dikemukakan oleh Fernandez (2004); Modigliani dan Miller (1963); Myers (1974); Miller (1977); Milles and Ezzell (1980); Harris and Pringle (1985); Damodaran (1994); dengan *cost of leverage, practitioner's methods*. Hasil penelitiannya menunjukkan dari kesepuluh metoda umum dalam menilai perusahaan dengan metoda *discounted cash flow* selalu memberikan indikasi nilai yang sama. Namun Fernandez menemukan perbedaan dari masing-masing teori dalam menentukan *value of the tax shields* (VTS), sehingga dapat dikatakan DCF secara fundamental paling konsisten dalam mengestimasi nilai dari sebuah perusahaan. Hal ini logis karena semua metoda analisis realitas menggunakan hipotesis yang sama (lihat Fernandez, 2009: 2).

Suhendri (2008) melakukan penelitian dengan melakukan analisa kewajaran harga saham dan kinerja keuangan dalam proses persiapan *initial public offering* (IPO) studi kasus pada PT. "X". Alat analisis yang digunakan adalah *discounted-cash flow* dan *relative valuation*. Hasil penelitian diperoleh perhitungan harga saham dengan menggunakan *discounted cash flow* diperoleh harga per lembar sebesar Rp1.028 sedangkan dengan menggunakan *relative valuation* diperoleh harga per lembar Rp1.203.

Yustikarini (2009) melakukan penelitian dengan mengestimasi harga wajar saham dalam proses persiapan *initial public offering* (IPO) studi kasus pada PT. Perkebunan Nusantara VII (Persero). Alat analisis yang digunakan adalah *discounted-cash flow* dan *relative valuation*. Hasil penelitian diperoleh perhitungan harga saham dengan menggunakan *discounted cash flow* diperoleh harga per lembar sebesar Rp551 sedangkan dengan menggunakan *relative valuation* diperoleh harga per lembar Rp621.

DATA DAN METODOLOGI

Penilaian saham perusahaan dalam penelitian ini menggunakan metoda *discounted cash flow* dengan *cash flow to equity model*. Damodaran (2002: 351) mendefinisikan *Free Cash Flow to Equity* (FCFE) merupakan estimasi seberapa banyak kas yang dapat dibayarkan suatu perusahaan untuk dikembalikan kepada pemegang saham setelah dikurangi semua pengeluaran, *reinvestment* dan pembayaran hutang. Caranya adalah dengan mengambil *net income* untuk dikonversikan menjadi *cash flow* dengan cara membaginya dengan kebutuhan investasi perusahaan

dengan langkah-langkah sebagai berikut:

- (i) seluruh *capital expenditure*, dibagi ke dalam *net income* sedangkan depresiasi dan amortisasi ditambahkan ke dalam *net income* karena termasuk ke dalam non kas;
- (ii) penambahan pada *working capital* mengurangi *cash flow* perusahaan berdampak sebaliknya, pengurangan pada *working capital* akan menambahkan *cash flow* yang tersedia bagi penanam modal;
- (iii) investor harus mempertimbangkan perubahan dalam tingkat hutang dalam *cash flow*.

Melalui penjelasan yang dikemukakan tersebut, maka dapat disimpulkan formula perhitungan *Free Cash Flow to Equity* (FCFE):

$$\text{FCFE} = \text{Net income} - (\text{Capital Expenditure} - \text{Depresiasi}) - (\text{Perubahan dalam noncash working capital}) + (\text{Jumlah hutang baru yang dikeluarkan} - \text{Pembayaran hutang})$$

Ketika perusahaan tidak tumbuh dengan konstan dan dikondisikan tumbuh lebih cepat pada awal periode dan pertumbuhannya akan stabil setelah periode tertentu, maka FCFE dapat diperoleh dengan menggunakan *two stage growth model* FCFE (Damodaran, 2002: 363).

Langkah-langkah yang dilakukan dalam metoda ini adalah sebagai berikut.

- (i) Mengestimasi *equity cash flow*. Terdapat beberapa langkah yang ditempuh yaitu menentukan periode proyeksi, estimasi tingkat pertumbuhan, proyeksi laporan keuangan dan menentukan *equity cash flow*.
- (ii) Mengestimasi *cost of equity*. *Cost of equity* merupakan tingkat keuntungan yang diharapkan oleh investor dengan memiliki saham, yang dapat diperoleh dengan metoda CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). Berdasarkan model CAPM, maka tingkat kembalian yang diharapkan oleh investor saham merupakan penjumlahan dari tingkat bunga bebas risiko dengan hasil perkalian antara beta perusahaan dengan premi risiko pasar. Premi risiko sendiri merupakan hasil pengurangan *risk-free rate* dari *return* pasar (Brigham dan Ehrhardt, 2005: 312). Bila diformulasikan adalah sebagai berikut: $R_i = R_f + \beta (RP_m)$ di mana: R_i = *return* sekuritas; R_f = *return* bebas risiko; RP_m = premi risiko; dan β = beta/risiko sistematis suatu saham.
- (iii) Menentukan *terminal value*. Karena perusahaan diasumsikan akan terus berjalan (*prinsip going concern*), sedangkan dengan tidak dapat diestimasi *cash flow* sampai tahun tak terhingga, maka perhitungan *cash flow* setelah

Tabel 1. Tingkat Pertumbuhan PT PLN Enjiniring

No	Metoda	Tingkat Pertumbuhan (<i>Growth</i>)
1.	<i>Arithmetic average</i>	20,23 persen
2.	<i>Geometric average</i>	13,05 persen
3.	<i>Log linear regression</i> (LOGEST)	20,21 persen

Sumber: Hasil pengolahan data, 2015.

Tabel 2. Proyeksi Pendapatan PT PLN Enjiniring (dalam ribuan rupiah)

Uraian	2011	Proyeksi				
	Aktual	2012	2013	2014	2015	2016
Pendapatan	201,470,791	242,188,038	291,134,241	349,972,471	420,701,907	505,725,763

Sumber: Hasil pengolahan data, 2015.

tahun proyeksi sampai tahun tak terhingga didekati dengan menggunakan nilai akhir dengan formula sebagai berikut (Damodaran, 2002: 305):

$$Terminal\ Value = \frac{Equity\ Cash\ Flow\ n+1}{k_e - gc}$$

di mana: n = tahun akhir periode proyeksi; k_e = *cost of equity*; gc = *constant growth* atau *stable growth*.

- (iv) Menghitung estimasi nilai ekuitas saham. Nilai ekuitas yang dihasilkan merupakan penjumlahan dari hasil diskontoan *equity cash flow* perusahaan selama tahun proyeksi dengan hasil diskontoan nilai akhir/*terminal value*.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Menentukan periode proyeksi

Dalam penelitian ini data yang diperoleh adalah *annual report* dari tahun 2008-2010. Oleh karena nilai saham yang akan dihitung merupakan nilai pada awal tahun 2012, maka periode proyeksi ditetapkan selama lima tahun untuk tahun 2012-2016, sedangkan untuk estimasi tahun 2011 akan dijadikan tahun dasar penilaian dengan asumsi nilai yang dihasilkan dari proyeksi tahun 2011 tersebut sudah mencerminkan nilai tahun 2011 dan perhitungan *terminal value* ditentukan pada tahun 2016.

Mengestimasi tingkat pertumbuhan

Menurut Damodaran (2002: 270-271) ada beberapa metoda yang digunakan dalam mengestimasi tingkat pertumbuhan yaitu: *arithmetic average*, *geometric average* dan *log linear regression*. Hasil dari estimasi tingkat pertumbuhan pada PT PLN Enjiniring dengan beberapa metoda tersebut dijabarkan pada Tabel 1.

Dalam penelitian ini tingkat pertumbuhan yang dipilih adalah tingkat pertumbuhan dengan *log linear regression* dengan mengaplikasikan fungsi

LOGEST pada *software microsoft excel*. Berdasarkan hasil perhitungan dengan metoda tersebut diperoleh tingkat pertumbuhan pendapatan sebesar 20,21 persen, dan hasil estimasi pertumbuhan pendapatan selama lima tahun yaitu periode 2012-2016 dapat lihat seperti pada Tabel 2.

Proyeksi laporan keuangan

Untuk mengestimasi *free cash flow to equity*, terlebih dahulu harus memproyeksikan akun-akun laporan keuangan berupa neraca dan laba-rugi. Menurut Brigham dan Ehrhardt (2005: 482), dalam memproyeksikan neraca dan laba-rugi, teknik yang paling umum digunakan adalah *percent of sales method* di mana setiap akun-akun yang ada di neraca dan laba-rugi dipersentasekan terhadap pendapatan pada masing-masing tahun aktual.

Estimasi *cost of equity*.

Dengan tingkat suku bunga bebas risiko (R_f) sebesar 7,00 persen, beta (β) saham sebesar 0,39 persen dan market risk premium ($RP_m - R_f$) sebesar 6,32 persen, maka didapatkan *cost of equity* untuk PLN Enjiniring adalah sebagai berikut: 7,00 persen + (0,39 x 6,32 persen) = 9,46 persen.

Estimasi *free cash flow to equity*

Menurut Damodaran (2002: 352), *equity cash flow* didapat dengan rumus sebagai berikut:

$$Free\ Cash\ Flow\ to\ Equity = Net\ income - Net\ capital\ expenditure - (Perubahan\ dalam\ non\ cash\ working\ capital) + (Jumlah\ hutangbaru\ yang\ dikeluarkan - Pembayaran\ hutang)$$

Perhitungan *capital expenditure (capex) depreciation* dilakukan dengan menghitung selisih aktiva tetap dengan tahun sebelumnya. Perhitungan perubahan *noncash working capital* dilakukan dengan menghitung selisih jumlah aktiva lancar bukan kas dengan tahun sebelumnya, sedangkan perhitungan perkembangan hutang dilakukan dengan menghitung selisih hutang jangka panjang dengan tahun sebelumnya.

Menghitung *terminal value*

Berdasarkan pada asumsi bahwa perusahaan akan terus berjalan (prinsip *going concern*), dan dengan tidak dapat diestimasi *cash flow* sampai tahun

Tabel 3. Perhitungan FCFE dan PV of FCFE, 2012-2016

No	Tahun	FCFE	Diskonto	PV of FCFE
1	2012	60.086.229.110	0,91358	54.893.320.948
2	2013	72.229.656.013	0,83462	60.284.360.599
3	2014	86.827.269.494	0,76249	66.204.850.974
4	2015	104.375.060.658	0,69659	72.706.789.107
5	2016	125.469.260.417	0,63639	79.847.278.627
6	<i>Terminal value</i>	3.045.370.398.479	0,63639	2.249.219.116.259
Jumlah				Rp2.583.155.716.515

Sumber: Hasil pengolahan data, 2015.

tak terhingga, maka perhitungan *cash flow* setelah tahun proyeksi sampai tahun tak terhingga didekati dengan menggunakan nilai akhir dengan formula sebagai berikut (Damodaran, 2002: 305).

$$\begin{aligned}
 \text{Terminal Value} &= \frac{\text{Equity Cash Flow}_{n+1}}{k_e - gc} \\
 &= \frac{125.469.260.417}{9,46\% - 5,91\%} \\
 &= 3.534.345.363.869
 \end{aligned}$$

Menghitung estimasi nilai pasar wajar ekuitas

Nilai pasar wajar ekuitas PT PLN Enjiniring merupakan penjumlahan dari hasil diskontoan *equity cash flow* perusahaan selama tahun proyeksi dengan hasil diskontoan nilai akhir/*terminal value* dengan tingkat diskonto/*cost of equity* (k_e) sebesar = 9,46 persen pada akhir tahun 2011 atau per tanggal 31 Desember 2011, dimana tahun 2011 ditetapkan sebagai tahun dasar penilaian.

Hasil perhitungan menunjukkan bahwa nilai pasar wajar ekuitas PT PLN Enjiniring berdasarkan metoda *discounted cash flow* dengan *free cash flow to equity model* per tanggal 31 Desember 2011 adalah sebesar Rp2.583.155.716.515. Pada penelitian ini tidak dihitung nilai saham perlembar karena belum diketahui berapa jumlah lembar saham nantinya yang akan dijual ke masyarakat berkenaan dengan *initial public offering* tersebut.

SIMPULAN

Nilai pasar wajar ekuitas dengan menggunakan metoda *discounted cash flow* dengan *free cash flow to equity model* memberikan nilai estimasi ekuitas PT PLN Enjiniring sebesar Rp2.583.155.716.515. Estimasi nilai per lembar saham PT PLN Enjiniring belum dapat dilakukan. Hal ini karena belum diketahuinya jumlah lembar saham yang akan dijual nantinya pada saat *initial public offering*.

SARAN

Berdasarkan kesimpulan di atas maka dapat disaran hal-hal sebagai berikut. (i) PT PLN Enjiniring hendaknya menjadikan estimasi nilai pasar wajar ekuitas yang dihasilkan dari penelitian ini yang mencerminkan kinerja perusahaan sebagai acuan dalam penetapan harga saham untuk tujuan IPO. Penetapan penawaran harga saham yang terlalu murah akan berakibat pada potensi kerugian perusahaan sehingga dana yang diperoleh dari penawaran saham tidak dapat maksimal; (ii) Bagi calon investor, hendaknya juga menggunakan nilai pasar wajar ekuitas tersebut sebagai acuan agar tidak terjadi pembayaran pada harga yang lebih tinggi dari nilai pasar wajar sehingga akan menguntungkan bagi investor; dan (iii) Masyarakat umum maupun akademisi dapat menjadikan penelitian ini sebagai sarana menambah wawasan dan referensi di bidang penilaian usaha.

REFERENSI

- Brigham, Eugene F. dan Ehrhardt, M.C., 2005, "*Financial Management : Theory and Practice*", 11th Edition, Thomson, South Western
- Damodaran, Aswath, 2002, "*Investment Valuation : Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, 2nd edition*", John Wiley & Sons, New York
- Fernandez, Pablo, 2007, "*Company Valuation Methods: the Most Common Errors in Valuation*", IESE Business School, Madrid, Spain
- ., 2009, "*Valuing Companies by Cash Flow Discounting : Ten Methods and Nine Theories*", IESE Business School – University of Navara, Madrid, Spain
- Jogiyanto, H.M., 2010, "*Teori Portofolio dan Analisis Investasi*", Edisi Ketujuh, BPFE, Yogyakarta
- Liu, Jing, Doron Nissim, and Jacob Thomas, 2007, "Is Cash Flow King In Valuations?" *Financial Analysts Journal*, Vol. 63, Number 2, CFA Institute Publications
- Suhendri, 2008, "Analisa Kewajaran Harga Saham dan Kinerja Keuangan Dalam Proses Persiapan Initial Public Offering (IPO) - Studi Kasus Pada PT. X", *Tesis S-2*, Fakultas Ekonomika dan Bisnis – UGM, Yogyakarta
- Yustikarini, Enny, 2009, "Analisis Penilaian Harga Wajar Saham Dalam Proses Persiapan Initial Public Offering (IPO) - Studi Kasus Pada PT Perkebunan Nusantara VII (Persero)", *Tesis S-2*, Fakultas Ekonomika dan Bisnis – UGM, Yogyakarta