

# DCF DAN *RELATIVE VALUATION* UNTUK MENGESTIMASI SAHAM PT. ATLAS RESOURCES DALAM IPO

**Rifki Khoirudin**

Universitas Ahmad Dahlan  
e-mail: rifkikhairudin@gmail.com

## **ABSTRACT**

*This research aims to estimate fair value per share of PT. Atlas Resources, Tbk. as a comparison value to the offered price, set at the time of Initial Public Offering (IPO). This research also aim to determine whether the price offered abovementioned were undervalued or overvalued. Information used in this research is in the form of secondary data of PT. Atlas Resources, Tbk. financial statements for the period of fourth years from 2007 to 2011 which was audited by public accountants collectively with other information contained in yhe its prospectus, financial report of comparable companies, and stock prices of comparable companies. The analyzing tools used to determine the fair value per share are discounted cash flow method and relative valuation method. The discounted cash flow method were perform via: projection of the financial statements i.e. the balance sheet and income statement, projection of Free Cash Flow to Equity (FCFE), determination of the discount rate, determination of terminal value, and determining the estimated value of the equity. The relative valuation method is established by searching, choosing and determining the appropriate multiple of comparable companies in similar bussines. Multiples used are: Price Earnings Ratio (PER), Price to Book Value (PBV), and Price to Sales Ratio (P/S).*

*Keywords: company valuation, initial public offerings, DCF, relative valuation.*

---

## **PENDAHULUAN**

---

Penilaian suatu perusahaan pada saat IPO penting untuk dilakukan karena merupakan kesempatan pertama bagi masyarakat untuk menilai sekumpulan aset dari suatu perusahaan. Penilaian untuk tujuan IPO juga relevan dari sisi efisiensi ekonomi, karena IPO adalah kesempatan pertama bagi manajer dari perusahaan lain untuk mengamati sinyal harga dari pasar modal. Sinyal tersebut dapat menegaskan atau menanggalkan kepercayaan terhadap manajemen dengan memperhatikan kemungkinan pertumbuhan di masa mendatang, yang mempunyai implikasi nyata dalam aktivitas ekonomi perusahaan

(Aggrawal, Bhagat, and Rangan, 2009).

Berdasarkan uraian tersebut maka dapat di simpulkan bahwa masalah utama dalam penelitian ini adalah rencana ekspansi PT. Atlas Resources, dimana perusahaan tersebut tidak mempunyai cukup dana dari internal sehingga melakukan IPO. Tujuan utama dari penelitian ini adalah mengestimasi nilai wajar per lembar saham PT. Atlas Resources sebagai pembanding bagi nilai yang telah ditetapkan pada saat *Initial Public Offering* (IPO), dan menentukan apakah harga penawaran saham yang telah ditetapkan pada saat *Initial Public Offering* (IPO) berada dalam keadaan *undervalued* atau *overvalued*.

---

## REVIEW LITERATUR DAN HIPOTESIS

---

### Pengertian nilai pasar dan nilai wajar

Nilai pasar didefinisikan sebagai estimasi sejumlah uang pada tanggal penilaian, yang dapat diperoleh dari transaksi jual beli atau hasil penukaran suatu properti, antara pembeli yang berminat membeli dengan penjual yang berminat menjual, dalam suatu transaksi bebas ikatan, yang pemasarannya dilakukan secara layak, dimana kedua pihak masing-masing bertindak atas dasar pemahaman yang dimilikinya kehati-hatian dan tanpa paksaan (SPI,2007: SPI1:3.1).

### IPO (*Initial Public Offering*)

Menurut Hartono dan Ali (2002) mendefinisikan IPO sebagai penawaran saham di pasar perdana yang dilakukan perusahaan yang hendak *go public*. Undang-undang Republik Indonesia No.8 tahun 1995 tentang pasar modal mendefinisikan penawaran umum sebagai kegiatan penawaran yang dilakukan emiten untuk menjual efek kepada masyarakat berdasarkan tata cara yang telah diatur dalam undang-undang tersebut dan peraturan pelaksanaannya.

### Penilaian Usaha

Menurut English (2001), pada umumnya terdapat dua tehnik utama yang digunakan untuk menilai perusahaan dan ekuitas. Tehnik tersebut adalah *cash flow based techniques* dan *accounting based techniques*. Dalam *cash flow based techniques*, metode ini disebut metoda *discounted cash flow* (DCF), sedangkan untuk *accounting based techniques* disebut *relative valuation* (lihat dalam Azwa, 2008).

*Discounted cash flow valuation*. Menurut Damodaran (2002: 11) pendekatan *discounted cash flow* (DCF) menghubungkan aset dengan *present value* dari ekspektasi aliran kas di masa yang akan datang. Model ini dikembangkan oleh (Wiese 1930: 3) dalam (Hakiman, 2005) yang mengatakan bahwa harga suatu aset sekuritas

apakah itu saham atau obligasi adalah jumlah dari seluruh pendapatan yang akan diterima di masa datang dengan diskon sebesar suku bunga saat ini untuk mendapatkan nilai *present value*.

*Free cash flow to equity model*. Menurut Damodaran (2002: 351-352) *free cash flow to the equity* dapat didefinisikan sebagai *cash flow* yang tersisa bagi pemegang saham setelah memenuhi semua kewajiban keuangan, termasuk pembayaran hutang, belanja modal dan keperluan modal kerja.  $FCFE = Net\ income - (Capital\ expenditure\ depreciation) - (Change\ in\ non-cash\ working\ capital) + (new\ debt\ issued - debt\ repayments)$

*Relative valuation*. Penilaian harga saham melalui teknik pendekatan *Relative Valuation Techniques* lebih *simple* daripada teknik pendekatan *Discounted Cash Flow Techniques* yang sangat *complicated*. *Relative Valuation Concepts* didasarkan pada perbandingan-perbandingan untuk menentukan nilai saham seperti pada perbandingan *Price Earning Ratio* perusahaan dengan *Benchmarks* (*market*, industri atau catatan *performance stock* masa lalu).

---

## METODE PENELITIAN

---

Penelitian ini menggunakan dua pendekatan untuk menentukan nilai wajar ekuitas. Pertama, pendekatan pendapatan/*discounted cash flow* (DCF) dengan *free cash flow to equity model* (FCFE). Pendekatan kedua yang digunakan adalah pendekatan pasar (*relative valuation*) dengan menggunakan *price earning ratio* (PER) *price to book value* (PBV) dan *price to sales ratio* (P/S).

Data-data yang diperlukan dalam melakukan penelitian menggunakan metoda DCF dengan *free cash flow to equity model* sebagai berikut.

1. Laporan keuangan tahunan dari perusahaan yang akan dinilai berupa neraca dan laporan laba rugi

2. Tingkat suku bunga bebas risiko, *risk premium*, dan beta perusahaan untuk mendapatkan tingkat diskonto.
3. Profil perusahaan dan prospek perusahaan ke depan.
4. Data tentang kondisi perekonomian Indonesia.

Tahapan dalam melakukan penelitian metoda *discounted cash flow* dengan *free cash flow to equity* model adalah sebagai berikut :

Untuk melakukan estimasi nilai wajar saham perusahaan dengan menggunakan metoda *discounted cash flow* dengan *free cash flow to equity* model terlebih dahulu harus ditentukan periode proyeksinya. Periode proyeksi dapat dikembangkan dalam rentang waktu beberapa tahun, tetapi sebagian besar perusahaan menggunakan rentang waktu lima sampai sepuluh tahun (Brigham dan Ehrhardt, 2005: 480). Berdasarkan Keputusan Kepala BAPEPAM-LK No. Kep-340-BL/2009 paling kurang lima tahun. Menurut prawoto (2004: 112) investasi dapat diproyeksikan dengan menggunakan rentang waktu 4-10 tahun dan mengasumsikan *terminal value* pada akhir periode proyeksi.

Untuk menentukan tingkat pertumbuhan *g* digunakan rumus:

$$g = ROE \times \text{Retention Rate}$$

Keterangan :

*Retention rate* =  $1 - \text{Dividend Payout Ratio}$  atau persentase laba ditahan

*ROE (return on equity)* = laba bersih/total modal.

*Retention rate* adalah rasio antara laba ditahan dengan laba bersih yang telah disesuaikan. *ROE (return on equity)* adalah rasio laba bersih yang telah disesuaikan dengan nilai ekuitas dalam neraca.

*Cost of equity* merupakan tingkat pengembalian yang diharapkan oleh para investor terhadap dana yang mereka investasikan di perusahaan tersebut. Salah satu pendekatan yang banyak dipergunakan untuk melakukan estimasi

*cost of equity* adalah dengan menggunakan *CAPM (Capital Asset Pricing Model)*. (Damodaran, 2006). Secara umum persamaan *CAPM* adalah sebagai berikut:

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

*Free Cash Flow to Equity (FCFE)* dihitung dengan mengurangi laba bersih dengan kebutuhan investasi dan menjumlahkan semua transaksi non kas seperti deperesiasi. Kemudian dikurangi modal kerja non kas dan ditambahkan dengan net kas masuk dari penerbitan hutang (Damodaran, 2002: 351-352).

Menurut (Prawoto 2004: 87) perhitungan *net cash flow to equity* menggunakan rumus berikut.

$$NCFE = NIAT + NCC - CAPEX - CNWC + NCLTD.$$

Keterangan :

NIAT : *Net Income after tax*

NCC : *Non Cash Charge*

CAPEX : *Capital Expenditure*

CNWC : *Change in net working capital*

NCLTD : *Net change in long term debt*

Perhitungan *terminal value* menurut Damodaran (2002: 303) didasarkan pada kenyataan bahwa estimasi aliran kas tidak dapat dilakukan setiap tahun selamanya, sehingga biasanya dilakukan penutupan dalam penilaian DCF dengan menghentikan estimasi *cash flow* pada suatu tahun (tahun terminal/tahun akhir estimasi) untuk kemudian dilakukan penghitungan nilai terminal yang merefleksikan nilai perusahaan pada saat itu. Penggunaan *terminal value* dalam penilaian ini dilandasi asumsi bahwa perusahaan tersebut akan *going concern* dengan tingkat pertumbuhan *cash flows* yang konstan selamanya setelah tahun terminal, sebagaimana yang dijelaskan Damodaran (2002:303-305). Sementara menurut (Murhadi 2009: 124) rumus umum yang digunakan dalam *terminal value* sebagai berikut :

$$\text{Terminal value} : \frac{FCFE_{n+1}}{K_{e,st} - g_n}$$

Keterangan :

$FCFE_{n+1}$  : Arus kas bersih pada tahun n

$K_{e,st}$  : *Cost of equity* periode *stable growth*

$g_n$  : Tingkat pertumbuhan stabil

Nilai dari ekuitas adalah penjumlahan dari nilai kini dari arus kas bersih perusahaan pada pertumbuhan tinggi ditambah dengan nilai kini *terminal value* pada pertumbuhan stabil. Rumus umum dalam menentukan nilai ekuitas dapat dirumuskan sebagai berikut:

Nilai ekuitas =

$$\sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{[(1 - k)_{e,gh}]^t} + \frac{\text{terminal value}}{[(1 - k)_{e,gh}]^t}$$

Keterangan :

$FCFE_t$  : *free cash flow to equity*

n : umur aset

$K_e$  : *cost of equity*

### **Relative valuation**

*Price/earning ratio*. Rasio antara harga saham per lembar dengan pendapatan per lembar. *Multiple* ini paling banyak digunakan. Nilai ekuitas diperkirakan dengan melihat kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih per saham (Damodaran, 2002: 468):

$$PER = \frac{\text{market price per share}}{\text{earning per share}}$$

*Price/sales ratio*. Rasio antara nilai pasar ekuitas dibandingkan dengan pendapatannya (*revenues*). Nilai ekuitas diperkirakan dengan melihat kemampuan perusahaan dalam menghasilkan penjualan/penerimaan (Damodaran, 2002:544);

$$P/S \text{ sales ratio} =$$

$$\frac{\text{nilai pasar ekuitas (market value of equity)}}{\text{pendapatan (revenues)}}$$

*Price/book value*. Rasio antara harga pasar saham per lembar dengan nilai buku ekuitas per lembar (Damodaran, 2002: 512)

$$PBV = \frac{\text{market value per share}}{\text{earning per share}}$$

### **Discount for lack of marketability**

Menurut Ruky (1999: 244) *discount* adalah potongan yang diberikan kepada suatu indikasi nilai dari *business interest* atau saham yang berhasil diperkirakan. Pemberian diskon yang terkait dengan unsur kendali disebut *minority interest discount*. Pemberian diskon juga terkait dengan tingkat kesulitan saham tersebut untuk dikonversi secara cepat menjadi uang tunai, diskon jenis ini disebut *discount for lack of marketability*.

### **Penetapan rekonsiliasi nilai**

Menurut (Parwoto 2004: 186) proses rekonsiliasi nilai dilakukan dengan mempertimbangkan tujuan diadakan penelitian, mengkaji kembali apakah metoda penelitian yang digunakan sudah tepat, dan apakah indikasi nilai yang diperoleh itu telah rasional. Hasil rekonsiliasi nilai dilakukan dengan membuang indikasi nilai yang *outliers* (yang ekstrim). Data yang *outliers* bisa dipertimbangkan namun dengan memberikan bobot yang rendah. Langkah selanjutnya dilakukan investigasi alasan mengapa terjadi angka yang *outliers*, direkonsiliasi dan kemudian dijelaskan anomali yang terjadi.

---

## **HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN**

Sifat penelitian ini adalah deskriptif atau kualitatif, yaitu penelitian yang memberikan gambaran dan mengungkapkan suatu masalah, keadaan, peristiwa sebagaimana adanya atau mengungkapkan fakta secara lebih mendalam. Pelaksanaan dan hasil penelitian deskriptif tidak terbatas pada pengumpulan dan penyusunan data serta penggambaran suatu objek penelitian tetapi meliputi analisis dan interpretasi data.

Rancangan penelitian ini berupa studi kasus, dimana penelitian dilakukan terhadap suatu objek penelitian dalam waktu tertentu dengan menekankan pada kedalaman analisis untuk tujuan evaluasi bukan untuk pengujian hipotesa. Sesuai dengan sifat penelitian deskriptif pada penelitian ini tidak ada hipotesa.

### Estimasi Nilai Wajar Ekuitas

*Retention Ratio* adalah rasio antara laba ditahan dengan laba bersih yang telah disesuaikan. ROE (*Return On Equity*) adalah rasio laba bersih yang telah disesuaikan dengan nilai ekuitas dalam neraca. Perhitungannya adalah sebagai berikut:

$$\text{ROE} = \text{Laba Bersih} / \text{Total Ekuitas} = 75 \text{ Milyar} / 1.201 \text{ Milyar} \times 100 = 6,26\%$$

Dengan rumus tersebut diatas, maka perhitungannya adalah sebagai berikut :

$$g = 6,26\% \times 1 = 6,26\%$$

**Tabel 1**

### Proyeksi Pendapatan PT Atlas Resources Tbk. Per 30 September 2011 (Dalam Milyar Rupiah)

PENDAPATAN USAHA	g = Tahun						
	6,26%	2011	2012	2013	2014	2015	2016
		682	725	770	819	870	924

Sumber: hasil olah data

Berikutnya adalah menentukan rasio dari akun-akun laporan keuangan yang akan diproyeksi. Setiap akun-akun dipresentasikan terhadap pendapatan pada masing-masing tahun aktual. Dalam penelitian ini rasio pada tahun terakhir yang dipilih yaitu tahun 2011. Hal ini karena rasio tahun terakhir lebih mencerminkan kondisi perekonomian saat penilaian. Selanjutnya rasio tahun terakhir dikalikan dengan setiap pendapatan pada tahun proyeksi. Hasil perkalian tersebut menjadi nilai akun-akun laporan

keuangan berupa neraca dan laporan laba rugi pada tahun proyeksi (Lampiran 3).

Mengestimasi faktor diskonto atau *cost of equity* yang merupakan tingkat pengembalian yang disyaratkan oleh investor. Perhitungan *cost of equity* menggunakan metoda *capital asset pricing model* (CAPM). Berdasarkan metode CAPM tingkat pengembalian yang disyaratkan investor diperoleh dari tingkat suku bunga bebas risiko ditambah dengan perkalian antara beta perusahaan dengan premi risiko.

**Tabel 2**

### Perhitungan Beta PT Atlas Resources (Dalam Miliar Rp kecuali beta)

No	Perusahaan Pembanding PT Indo	Beta	Debt	Equity	D/E
1	Tambangraya Megah Tbk Rata-rata	1,64	5.161	11.457	0,450
	PT Atlas Resources		1.879	1.202	1,564
	Rata-rata	1,64			

Sumber: hasil olah data

**Tabel 3**

### Perhitungan Unleverage Beta PT Atlas Resources

No		Keterangan
1	Rata - rata beta	1,64
2	Pajak	25% UU No. 36 tahun 2008
3	D/E rasio	0,45 Rata - rata D/E
	Unleverage beta	1,23 Rata - rata beta / (1+(1-T) x (D/E rasio))

Sumber: hasil olah data

**Tabel 4**

### Perhitungan Leverage Beta PT Atlas Resources

No		Keterangan
1	Unleverage beta	1,23
2	Pajak	25% UU No. 36 tahun 2008
3	D/E rasio perusahaan	1,564 Kewajiban / Ekuitas
	Leverage beta	2,67 Unleverage beta X (1+(1-T) x (D/E rasio perusahaan))

Sumber: hasil olah data

**Tabel 5**  
**Perhitungan *Cost of Equity* ( $K_e$ ) PT Atlas Resources**

No	Uraian		Keterangan
1	Rf	7%	Obligasi Negara RI Seri FR0061
2	Rm-Rf	7,30%	Market risk premium
3	Beta	2,67	Leverage Beta
Cost Of Equity		26,49%	$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$

Sumber: hasil olah data

Dalam penelitian ini perusahaan yang digunakan sebagai pembanding adalah PT Indo Tambang Raya Megah Tbk. Perusahaan tersebut dipilih karena mempunyai tingkat risiko yang boleh dibilang sama yaitu karena : risiko terkait harga batubara yang mengikuti siklus (*cyclical*) dan memiliki tingkat fluktuasi Signifikan, risiko terkait pasar batubara yang sangat kompetitif dan dipengaruhi oleh faktor-faktor di luar kendali Perseroan dan Anak Perusahaan dan risiko terkait kegiatan usaha dapat berpengaruh dalam jangka panjang apabila Cadangan Batubara (*coal reserves*) baru tidak dapat diperoleh atau Sumber Daya Batubara (*coal resources*) tidak dapat dikonversi menjadi Cadangan Batubara (*coal reserves*) yang dapat ditambang secara ekonomis. Selain itu yang lebih spesifik adalah risiko Perubahan nilai tukar Rupiah terhadap Dolar Amerika atau mata uang negara lain dapat mempengaruhi harga saham serta dividen berdasarkan mata uang asing. Pendapatan, pendanaan dan sebagian besar biaya operasi dari Grup dilakukan dalam mata uang Dolar AS, oleh karena itu Grup tidak memiliki *eksposur* yang signifikan terhadap fluktuasi nilai tukar mata uang asing. Di samping itu, PT Atlas Resources dan PT. Indo Tambangraya Megah Tbk merupakan perusahaan tambang batubara yang sama-sama mempunyai anak perusahaan yang banyak sehingga dapat menimbulkan risiko pengelolaan yang lebih besar.

Nilai beta perusahaan pembanding yaitu PT. Indo Tambangraya Megah, Tbk. Didapat dari [www.reuters.com](http://www.reuters.com). Dari nilai beta PT. Indo

Tambangraya Megah, Tbk. yang dihasilkan terlihat tinggi. Hal ini bisa diakibatkan karena kondisi industri pertambangan sangat dipengaruhi *trend* kenaikan harga minyak dunia. Terjadinya kenaikan harga minyak mentah dunia tersebut menyebabkan kecenderungan adanya masyarakat dunia untuk mencari energi alternatif sebagai pengganti bahan bakar minyak seperti batubara. Hal tersebut akan meningkatkan laba perusahaan batubara. Terjadinya peningkatan laba tersebut akan berdampak pada kenaikan saham industri batubara sehingga *return* saham industri akan meningkat melebihi *return* indeks gabungan.

Dalam penentuan seberapa besar nilai FCFE ditentukan oleh nilai akun-akun pada tahun proyeksi. Akun-akun tersebut antara lain adalah *net income*, depresiasi, perubahan modal kerja, pengeluaran modal dan perubahan hutang jangka panjang. Setelah komponen-komponen yang diperlukan dalam perhitungan arus kas bersih ke perusahaan diketahui, langkah selanjutnya adalah membuat perhitungan arus kas bersih ke ekuitas atau FCFE seperti tertera di bawah ini:

**Tabel 6**  
**Perhitungan FCFE PT Atlas Resources (Dalam Milyar Rupiah)**

Uraian	g =	Aktual	Tahun Proyeksi					
			2011	2012	2013	2014	2015	2016
per 30 September	6,26%							
Net Income		75,22	79,93	84,93	90,25	95,90	101,90	
Depresiasi dan amortisasi		23,05	24,49	26,03	27,66	29,39	31,23	
Perubahan working capital		-437,68	-465,08	-494,19	-525,13	-558,00	-592,93	
Perubahan capital expenditure		163,91	174,17	185,08	196,66	208,97	222,06	
Perubahan hutang jk Panjang		289,37	307,49	326,74	347,19	368,92	392,02	
FCFE		661,41	702,81	746,81	793,56	843,24	896,02	

Sumber: hasil olah data

$FCFE = NIAT + NCC - CAPEX - CNWC + NCLTD$ .

Sumber : Perhitungan depresiasi dan amortisasi dari lampiran 10

Dengan asumsi bahwa perusahaan akan terus beroperasi (*going concern*), maka proyeksi terhadap laporan keuangan dibatasi oleh dua kondisi. Kondisi pertama merupakan kondisi di mana perusahaan akan tumbuh tinggi setelah itu

memasuki kondisi kedua dengan pertumbuhan stabil. Pertumbuhan yang stabil ini menjadi acuan penetapan *terminal value* dari nilai ekuitas.

**Tabel 7**  
**Perhitungan Terminal Value PT Atlas Resources**  
**(Dalam Milyar Rupiah)**

No	Uraian				
	Constant Growth	FCFE 5	FCFE n+1	Ke	Terminal Value
1.	6,00%	896,02	949,78	26,49%	4.635,34

Sumber: hasil olah data

Di dalam konsep pendekatan pendapatan/*discounted cash flow* dengan *free cash flow to equity model*, estimasi nilai wajar ekuitas merupakan penjumlahan dari nilai kini *equity* dan *terminal value*. Dari perhitungan tersebut diperoleh estimasi nilai wajar ekuitas PT Atlas Resources Rp887 Berikut perhitungan nilai ekuitas per lembar saham PT Atlas Resources.

**Tabel 8**  
**Perhitungan Nilai Ekuitas PT Atlas Resources**

No	Uraian	Jumlah	Diskonto	Nilai Sekarang
1	FCFE 1	702,81	0,79058	555,62
2	FCFE 2	746,81	0,62501	466,76
3	FCFE 3	793,56	0,49412	392,11
4	FCFE 4	843,24	0,39064	329,40
5	FCFE 5	896,02	0,30883	276,72
Jumlah (A) Milyar Rp)				2.020,62
Terminal Value (B) (Milyar Rp)				4.635,34
Jumlah (A+B) (Milyar Rp)				6.655,96
Nilai ekuitas per 30 September 2011				Rp 6.655.960.000.000
Jumlah saham yang beredar pada saat IPO				3.000.000.000
Indikasi nilai per lembar saham				2.219
Discount for lack of marketability 30%				666
Discount for lack of control 30%				666
Indikasi nilai ekuitas setelah di diskon				887

Sumber: hasil olah data

### Relative valuation

Langkah awal menggunakan pendekatan *relative valuation* adalah menentukan perusahaan pembanding yang memiliki karakteristik yang sama dengan perusahaan yang dinilai. Karakteristik yang sama antara lain perusahaan berada pada klasifikasi industri pertambangan

khususnya batubara. Untuk menentukan nilai saham menggunakan pendekatan *relative valuation* didasari dengan *multiple* yang relevan dari perusahaan pembanding. *Multiple* yang digunakan dalam penelitian ini adalah *price earning ratio* (PER) dari perusahaan pembanding.

Tabel berikut menunjukkan perhitungan *Price Earning Ratio* (PER) dari perusahaan pembanding.

**Tabel 9**  
**Perhitungan Price Earning Ratio (PER)**

NO	Nama Perusahaan	PER
1	PT. Indo Tambangraya Megah Tbk	20,1
	Rata-rata	20,1

Sumber: hasil olah data

Tabel berikut adalah perhitungan *price to book value* (PBV) dari perusahaan pembanding.

**Tabel 10**  
**Perhitungan Price to Book Value (PBV)**

NO	Nama Perusahaan	PBV
1	PT Indo Tambangmegah Raya	4,65
	Rata-rata	4,65

Sumber: hasil olah data

Berikut adalah perhitungan *price to sales ratio* (P/S) dari perusahaan yang dijadikan sebagai pembanding dalam **penelitian ini**.

**Tabel 11**  
**Perhitungan Price to Sales Ratio (P/S)**

NO	Nama Perusahaan	P/S
1	PT Indo Tambangmegah Raya	17,00
	Rata-rata	17,00

Sumber: hasil olah data

Nilai ekuitas dari tiga *multiple* diatas selanjutnya dikalikan dengan *discount for lack of marketability* (DLOM) sebesar 30 persen dan *discount for lack of control*, kemudian hasilnya dijadikan rata-rata untuk mendapat estimasi nilai per lembar saham. Tabel 3.23 menunjukkan nilai

per lembar saham dengan pendekatan *relative valuation*.

**Tabel 12**  
**Financial Highlights PT Atlas Resources**  
**(Dalam Milyar Rp)**

Perusahaan	Jumlah Saham	Net Income	Nilai Buku Ekuitas	Pendapatan
PT Atlas Resources	3.000.000.000	75,22	400,61	682,90

Sumber: hasil olah data

**Tabel 13**  
**Nilai Per Lembar Saham Dengan Pendekatan**  
**Relative Valuation**

No	Uraian	Pengali	EPS	BVS	RPS	Jumlah	DLOC 30%	DLOM 30%	Nilai Saham
1	PER	20,1	26			523	30%	30%	209
2	PBV	4,65		402		1.869	30%	30%	748
3	P/S	17			228	3.876	30%	30%	2.755
Indikasi nilai per lembar saham									1.237

Sumber: hasil olah data

### Rekonsiliasi nilai

Hasil penilaian dengan menggunakan kedua pendekatan tersebut menghasilkan indikasi nilai yang berbeda. Penilaian menggunakan metoda *discounted cash flow* dengan *free cash flow to equity* model memberikan indikasi nilai per lembar saham PT Atlas Resources sebesar Rp887, sementara penilaian yang dilakukan dengan metoda *relative valuation* menghasilkan tiga indikasi nilai yaitu dengan *price earning ratio* sebesar Rp209, dengan *price to book value* sebesar Rp748 dan dengan *price to sales* sebesar Rp2.755

**Tabel 14**  
**Indikasi Nilai Wajar Saham PT Atlas**  
**Resources**

No		Indikasi Nilai
I	Discounted Cash Flow Method	
1	Free Cash Flow to Equity Model	887
II	Relative Valuation Method	
1	Price Earning Ratio (PER)	209
2	Price to Book Value (PBV)	748
3	Price to Sales Ratio (P/S)	2.755

Sumber: hasil olah data

Perhitungan indikasi nilai saham dengan metoda-metoda tersebut diatas menghasilkan empat indikasi nilai, maka untuk mendapatkan indikasi nilai wajar per lembar saham perlu dilakukan rekonsiliasi nilai, dengan memberikan bobot yang berbeda pada setiap nilai yang dihasilkan dari masing-masing metoda yang digunakan. Pada penelitian ini bobot yang diberikan pada metoda DCF dengan FCFE model sebesar 35 persen, sementara metoda *relative valuation* dengan bobot sebesar 65 persen. Dari pembobotan yang diberikan akan menghasilkan dua indikasi nilai wajar dengan metoda *discounted cash flow* sebesar Rp310 dan metoda *relative valuation* sebesar Rp804, dari indikasi nilai kedua metoda tersebut akan diperoleh estimasi nilai wajar saham sebesar Rp1.115.

**Tabel 15**  
**Hasil Rekonsiliasi Nilai PT Atlas Resources**

No	Metode/model	Indikasi Nilai	Bobot	Nilai Tertimbang
I	Discounted Cash Flow Method			
1	Free Cash Flow to Equity Model	887		
	Jumlah (A)	887	35%	310
II	Relative Valuation			
1	Price Earning Ratio (PER)	209		
2	Price to Book Value (PBV)	748		
3	Price to Sales Ratio (P/S)	2.755		
	Rata - Rata (B)	1.237	65%	804
	Jumlah (A+B)		100%	1.115
Estimasi nilai wajar per lembar saham				1.115
Range nilai penetapan saham				1.198
Pembulatan				

Sumber: hasil olah data

Rekonsiliasi diatas menghasilkan estimasi nilai wajar per lembar saham sebesar Rp1.115 atau pada kisaran Rp1.031-Rp1.198. Estimasi nilai tersebut dapat dipergunakan oleh manajemen PT Atlas Resources sebagai acuan untuk menentukan nilai wajar per lembar saham yang ditawarkan ke publik melalui *initial public offering* (IPO).



---

## KESIMPULAN DAN SARAN

---

### Kesimpulan

Berdasarkan analisis yang telah dilakukan pada bab sebelumnya, maka hasil yang dapat disimpulkan dari penelitian ini sebagai berikut.

Indikasi nilai wajar per lembar saham PT Atlas Resources dengan menggunakan metoda DCF sebesar Rp887, sementara indikasi nilai wajar per lembar saham dengan metoda *relative valuation* sebesar Rp1.237, yaitu dengan menggunakan PER sebesar Rp209, PBV sebesar Rp748, dan P/S sebesar Rp2.755. Hasil rekonsiliasi dari kedua metoda tersebut menghasilkan estimasi nilai wajar per lembar saham sebesar Rp1.115, atau pada kisaran antara Rp1.031 sampai dengan Rp1.198

Harga penawaran saham yang ditetapkan pihak manajemen PT Atlas Resources pada saat IPO sebesar Rp1.500, sementara estimasi nilai wajar per lembar saham sebesar Rp1.115. Dengan demikian harga saham yang ditetapkan PT Atlas Resources dalam rangka IPO adalah *overvalued*.

### Saran

Berdasarkan kesimpulan di atas, saran yang dapat diberikan sebagai berikut.

Bagi perusahaan. Estimasi nilai wajar lembar saham PT Atlas Resources sebesar Rp1.115 atau pada kisaran antara Rp1.031 sampai dengan Rp1.198 dapat digunakan sebagai nilai pembandingan harga pada saat IPO. Di samping itu manajemen perseroan harus memperhatikan waktu yang tepat dalam melaksanakan *initial public offering*, agar memperoleh dana sesuai dengan yang diharapkan.

Bagi investor. Nilai wajar per lembar saham PT Atlas Resources dapat dijadikan acuan dalam mengambil keputusan menjual saham, karena harga saham yang *overvalued* cenderung untuk turun pada masa mendatang, maka akan lebih menguntungkan untuk menjual saham tersebut.

---

## DAFTAR PUSTAKA

---

- Aggarwal, Rajesh, Bhagat, Sanjai and Rangan, Srinivasan, 2009, "The Impact of Fundamentals on IPO valuation", *Financial Management*, 235-284.
- Agustinus, Jogi, 2009. "Estimasi Nilai Intrinsik Ekuitas PT Garuda Indonesia (Persero) dalam Rangka Privatisasi", *Tesis S-2*, Program Studi MEP UGM, Program Pascasarjana, UGM, Yogyakarta (tidak dipublikasikan).
- Ali, Syaiful dan Jogiyanto Hartono, 2002, "Analisis Pengaruh Pemilihan Metode Akuntansi Terhadap Pemasukan Penawaran Perdana", *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 17, No.2, 211-255.
- Anoraga, Pandji dan Pakarti, Piji, 2001, "*Pengantar Pasar Modal*", Rineke Cipta, Jakarta.
- Appraisal Institute, 2008, *The Appraisal of Real Estate*, 13<sup>th</sup> Edition, Appraisal Institute, Chicago, Illinois.
- Azwa, Nazleen, 2008, "relative valuation: A Study of price/earning and price/book Valuation accuracies in Malaysia", *Thesis*, Graduate school of Bussines, Faculty of Bussines and Accountancy, University of Malaya journal.
- Beatty, Randolph P, 1989, "Auditor Reputation and the Pricing of Initial public Offering", *Journal of Financial Economic*, Vol.15
- Blue Print Pengelolaan Energi Nasional Tahun 2005 – 2025.
- Brigham, Eugene F, and Daves, Philip R., 2004. *Intermediate Financial Management*, Eighth Edition, Thomson Learning, South-Wester, Mason, Ohio, USA.
- Brigham, Eugene F, and Ehrhardt, Michael C., 2005. *Financial Management: Theory and Practice*, 11<sup>th</sup> edition, International

- Student Edition. Thomson Learnin, South-Western, Mason, Ohio, USA.
- Brigham, Eugene F, and Houston, Joel F., 2001. *Manajemen Keuangan*, Edisi Kedelapan, Erlangga, Jakarta.
- Cogliati, Giordano, Paleari, Stefano and Vismara, Silvio, 2008, "IPO pricing : growth rates implied in offer prices", University of Bergamo, Department of Economics and Technology Management, *Viale Marconi 5*, 24044 Dalmine (BG), Italy.
- Danuza, Okky, 2005, *Perpres 36 & Nilai Ganti Rugi*, Jakarta, MAPPI,
- Damodaran, Aswath, 2002, *Investment Valuation*, John Willey & Son, Inc, New York, USA.
- Damodaran, Aswath, 2006, *Damodaran on Valuation*, John Wiley and Sains Inc, Swiss.
- Damodaran, Aswath, 2010, *The Dark Side of Valuation*, Prentice Hall, second edition, Pearson Education, Inc, Publishing as FT Press, Upper Saddle River, New Jersey 07458.
- Darmadji, Tjiptono dan Hendy M. Fakhrudin, 2001, "Pasar Modal di Indonesia :Pendekatan Tanya Jawab", Edisi Pertama, Salemba Empat, Jakarta.
- Deloof, Marc, Wouter De Maeseneire and Koen Inghelbrecht, 2009, "How Do Investment Banks Value Initial Public Offerings (IPOs)?", *Journal of Business Finance & Accounting*, 36 (1) & (2), 130-160.
- Fernandez, Pablo, 2007, "Company Valuation Methods: The Most Common Errors in Valuation", *Working Paper IESE Bussines School* University of Navarra, Managerial Finance, Vol.33 No.11 p.853-876.
- Fernandez, Pablo, 2009, "Valuing Companies by Cash Flow Discounting : Ten Methodes and Nine Theories", *Working Paper IESE Bussines School*, Madrid, Spain.
- Fernandez, Pablo, Javier Aguirreamalloa and Luis Corres, "Market Risk Premium Used In 2010 By Analyst And Companies: A Survey With 2,400 Answer", *IESE Business School*, Madrid, Spain, 2011.
- Fernandez, Pablo and Del Campo, Javier., "Market Risk Premium Used In 2011 By Analyst And Companies: A Survey With 2,400 Answer", *IESE Business School*, Madrid, Spain, 2012.
- Firdiansyah, D.R., 2009. "Penentuan Nilai Pasar Wajar Saham PT Bank Century Tbk Tahun 2009", *Tesis S-2*, Program Studi MEP UGM, Program Pascasarjana, UGM, Yogyakarta (tidak dipublikasikan).
- Gilson, S.C., E.S. Hotchkiss and R.S. Ruback, 2000, "Valuation of Bankrupt Firms", *Review of Financial Studies*, Vol. 13, No. 1, pp 43-74.
- Hakiman, 2005, "Model Penentuan Harga IPO di Bursa Efek Jakarta dengan Menggunakan Metode Real Option", *Disertasi S3*, PPS-Unpad, Bandung (tidak dipublikasikan).
- Handayani, 2008, "Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Underpricing Pada Penawaran Umum Perdana", *Thesis S2*, MM Undip, Semarang (tidak dipublikasikan).
- Harisman, 2010. "Analisis Nilai Pasar Wajar Saham pada PT. Sara Lee Body Care Indonesia Tbk Pasca Delisting dari Burs Efek Indonesia (BEI) per tanggal 1 Desember 2009", *Tesis S-2*, Program Studi MEP UGM, Program Pascasarjana, UGM, Yogyakarta (tidak dipublikasikan).
- Hidayati, Wahyu dan Harjanto, Budi, 2003. *Penilaian Properti*, Edisi Pertama, Yogyakarta, BPFE.

- Husnan, Suad., 2003, *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, Edisi ketiga, Yogyakarta, UPP AMP YKPN.
- Jogiyanto., 2003. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi Ketiga, Yogyakarta, BPFE.
- Jogiyanto., 2009. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi Keenam, Yogyakarta, BPFE.
- Jogiyanto. Hartono dan Ali, Syaiful, 2003. "Pengaruh Pemilihan Metode Akuntansi terhadap Tingkat Underpricing Saham Perdana," *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia vol.6*, (2003), pp. 41-51.
- Kaplan, S.N. and R.S. Ruback, 1995, "The valuation of Cash Flow Forecast: An Empirical Analysis", *Journal of Finance*, 50, 1059-1093.
- Keputusan BAPEPAM No.011/PM/1987 Tentang Pelaksanaan Emisi dan Perdagangan Saham
- Keputusan Kepala BAPEPAM-LK No. Kep-340-BL/2009
- Keputusan Menteri Keuangan RI No.859/KMK/01/1989 Tentang Emisi Efek di Bursa
- Keputusan Menteri Keuangan Nomor 1199/KMK.013/1991
- Kim, Joeng-Bon, Itzhak Krinsky and Jason Lee, 1995, "The Role of Financial Variabel in the Pricing of Korean IPO", *Pasific business finance Journal*.
- Magni, Carlo Alberto dan Pareja, Ignacio Velez., 2009, "Potensial Devidends Versus Actual Cash Flows in Firm Valuation", Munich Personal RePEc Archive Paper, No. 14509.
- Mukhtar, Wasif, and Agarwall, Ravi, 2010, "DCF valuation of a firm: a Case for Application of Monte Carlo Simulation", Class of PGDM 2010. BIMTECH, Greater Noida, INDIA.
- Murhadi, Warner R. 2009, "Analisis Saham Pendekatan Fundamental, PT. Indeks, Jakarta.
- Nel, WS, 2009, "The use of multiples in the South African equity market : is the popularity of the price earnings ratio justifiable from a sector perspective?", *Meditari Accountancy Research* Vol 17 No.2:101-115.
- Nofiansyah, 2008. "Penentuan Nilai Pasar Wajar Saham PT. Bank Mandiri (Persero) Tbk sebagai Persyaratan Modal Pemerintah RI tahun 2007", *Tesis S-2*, Program Studi MEP UGM, Program Pascasarjana, UGM, Yogyakarta (tidak dipublikasikan).
- Novizantara, Alfianur, 2008. "Pendekatan DCF Dan *Relative Valuation* Untuk Mengestimasi Nilai Wajar Saham PT Garuda Indonesia (Persero) Dalam Rangka IPO", *Tesis S-2*, Program Studi MEP UGM, Program Pascasarjana, UGM, Yogyakarta (tidak dipublikasikan).
- Paulina, Rini, 2009. "Penilaian Saham PT. Indofood Sukses Makmur Tbk Pasca Akuisisi Bisnis Susu Indolacto", *Tesis S-2*, Program Studi MEP UGM, Program Pascasarjana, UGM, Yogyakarta (tidak dipublikasikan).
- Pratt P. Shannon,. and Niculita V. Alina., 2008, " *Valuing a Bussines: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*", Fifth Edition, McGraw-Hill Companies Inc, New York.
- Prawoto, Agus, 2004, *Penilaian Usaha*, Edisi Pertama, BPFE, Yogyakarta.
- Prospektus PT Atlas Resources Tahun 2011
- Rezaee, Zabihollah, 2001 *Financial Institutions, Valuations, Mergers and Acquisitions: The Fair Value Approach*, 2<sup>nd</sup> Ed., John Wiley & Sons, Inc., New York, USA.

- Riyanto, Bambang., 1996. *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan*, Edisi Keempat, Yogyakarta, BPFE.
- Roosenboom, P, 2007, "How do underwriters value initial public offering? an empirical analysis of the French IPO market," *Contemporary accounting research*, Vol.24.
- Ruky, M, Saiful, 1999, "Menilai Penyertaan Dalam Perusahaan", Gramedia Pustaka Utama, Jakarta.
- Sitompul, Asril, 2000, "Pasar Modal (Penawaran Umum dan Permasalahannya) Dilengkapi Dengan Undang – Undang No. 8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal Beserta Penjelasannya", PT. Citra Aditya Bhakti, Bandung.
- Skogsvik Kenth, Skogsvik Stina, 2008, "P/E-ratios in relative valuation – a mission impossible?", *Investment Management and Financial Innovations*, Volume 5, Issue 4, 2008.
- Standar Penilaian Indonesia, 2007, Komite Penyusun Standar Penilaian Indonesia.
- Sunariyah, 2003, "Pengantar Pengetahuan Pasar Modal", Edisi Ketiga, BPFE Yogyakarta.
- Tambunan, Andy P, 2007, *Menilai Harga Saham*, Elex Media Komputindo, Jakarta.
- Tandelilin, Eduardus., 2010, *Portofolio dan Investasi: Teori dan Aplikasi*, edisi pertama, Yogyakarta, Kanisius.
- Tauriesanto, Ivan, 2007. "Penilaian Saham PT. BNI, Tbk Dalam Rangka Privatisasi Tahun 2007", *Tesis S-2*, Program Studi MEP UGM, Program Pascasarjana, UGM, Yogyakarta (tidak dipublikasikan).
- Tim Kajian Batubara Nasional Kelompok Kajian Kebijakan Mineral dan Batubara Pusat Litbang Teknologi Mineral dan Batubara, 2006.
- Torrez, Jimmy, 2006, "Corporate Valuation: A Literature Review", *Inter Metro Bussines Journal*, Fall 2006/Vol. 2 No.2, Rio Piedras Campus, University of Puerto Rico.
- Turnip, Pondang M., 2009. "Analisis Nilai Pasar Wajar Saham Publik pada PT Aqua Mississippi Tbk (terkait dengan Rencana Go Private)", *Tesis S-2*, Program Studi MEP UGM, Program Pascasarjana, UGM, Yogyakarta (tidak dipublikasikan).
- Undang – Undang Republik Indonesia No.8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal
- Utomo, Richrad Kadar, 2008. "Analisis Nilai Pasar Wajar Saham PT. Central Proteinaprima Tbk. Pasca akuisisi PT. Dipasena Citra Darmaja", *Tesis S-2*, Program Studi MEP UGM, Program Pascasarjana, UGM, Yogyakarta (tidak dipublikasikan).
- Yee, Kenton K, 2004, "Forward Versus Trailing Earnings in Equity Valuation", *Review of Accounting Studies*, 9, 301-329.
- [www.esdm.go.id](http://www.esdm.go.id)  
[www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)  
[www.kontanfinance.com](http://www.kontanfinance.com)  
[www.okezone.com](http://www.okezone.com)  
[www.bps.go.id](http://www.bps.go.id)