

BAB II

LANDASAN TEORI

2.1. Penilaian Bisnis

Menurut Ruky (1999) penilaian bisnis merupakan bentuk kegiatan untuk mengestimasi nilai dari bisnis yang bertujuan untuk menilai kepentingan, penyertaan atau kepemilikan atas suatu perusahaan. Estimasi nilai yang dihasilkan dari proses penilaian ini digunakan sebagai acuan kepentingan oleh perusahaan.

Dalam melakukan penilaian bisnis terdapat elemen utama yaitu nilai. Prwawoto (2014) menjelaskan bahwa nilai merupakan jumlah yang dapat dipertimbangkan oleh investor berdasarkan evaluasi dan fakta-fakta yang tersedia. Nilai.

Menurut Damodaran (2006) keberhasilan dalam melakukan investasi yaitu dengan mengetahui nilai wajar dari aset yang dijadikan sebagai objek dalam investasi dan apa saja yang memberikan nilai atas objek tersebut. Investor akan mendapatkan keuntungan ketika membeli barang dengan harga yang berada dibawah nilai wajarnya.

Dalam melakukan penilaian Damodaran (2006) menjelaskan bahwa terdapat tiga pendekatan yang dapat digunakan dalam melakukan penilaian

terhadap suatu aset. Pendekatan pertama adalah *discounted cash flow* dengan mencari nilai suatu aset berdasarkan arus kas yang diproyeksikan di masa mendatang. Pendekatan kedua adalah *relative valuation* dengan membandingkan nilai suatu aset yang dinilai dengan aset serupa. Pendekatan terakhir adalah *contingen claim valuation* dengan menggunakan *option pricing model* untuk menilai aset yang memiliki karakteristik *option*.

2.2. Kinerja Keuangan

Fahmi (2018) mendefinisikan kinerja keuangan sebagai bentuk analisa dalam melakukan pengukuran sejauh mana perusahaan sudah melaksanakan aturan-aturan dalam pelaksanaan keuangan secara baik.

Kinerja keuangan perusahaan juga diartikan sebagai gambaran capaian prestasi perusahaan yang ditandai dengan tingkat kesehatan perusahaan tersebut (Sutrisno,2009). Menurut Jumingan (2011) untuk mengukur kinerja keuangan perusahaan dapat dilakukan dengan menggunakan indikator kecukupan modal, likuiditas, dan profitabilitas.

2.3. Analisis Kinerja Keuangan

Analisis perusahaan diperlukan untuk mengetahui keadaan dari perusahaan yang akan dilakukan penilaian. Analisis ini dapat dilakukan dengan menggunakan rasio keuangan dan melakukan proyeksi terhadap laporan keuangan untuk mendapatkan detail dari laporan keuangan yang diperlukan dalam penilaian.

Rasio keuangan diperlukan untuk melakukan analisa terhadap kondisi keuangan suatu perusahaan. Menurut Keown (2011) secara umum terdapat 2 (dua) jenis patokan yang dapat dijadikan sebagai bagian dari rasio keuangan yaitu rasio

historis untuk perusahaan sebanding (analysis trend) dan rasio rata-rata perusahaan sebanding.

Menurut White et al (2003) rasio keuangan bertujuan untuk membandingkan tingkat risiko dan imbalan yang akan diterima oleh perusahaan dan menjadi acuan bagi investor ataupun kreditur dalam membuat keputusan investasi dan kredit.

Penggunaan rasio-rasio untuk mengidentifikasi dan mengkualifikasi kelebihan dan kelemahan perusahaan dapat dilakukan secara absolut ataupun dengan membandingkan dengan perusahaan lain (Pratt, 2008).

Rasio keuangan yang pada umumnya digunakan:

2.3.1. Rasio Likuiditas (*Liquidity ratio*)

Rasio likuiditas digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban jangka pendeknya tepat waktu.

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{Current Asset}}{\text{Current Liabilities}}$$

a. Rasio Cepat (*quick acid ratio*)

Rasio ini digunakan untuk mengetahui kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya melalui aktiva yang bersifat likuid.

$$\text{Quick Ratio} = \frac{\text{Cash} + \text{Cash Equivalents} + \text{Investment} + \text{Receivable}}{\text{Current Liabilities}}$$

b. Rasio Perputaran (*account receivable turnover*)

Rasio ini digunakan untuk mengetahui berapa kali piutang berputar dalam rata-rata jumlah hari yang dibutuhkan untuk mengumpulkan semua piutang.

$$\text{Account Receivable Turnover} = \frac{\text{Credit Sales}}{\text{Average Account Receivable}}$$

c. Rata-rata Periode Pengumpulan (*average collection period*)

Rasio ini digunakan untuk menentukan berapa hari yang dibutuhkan oleh perusahaan untuk mengumpulkan sejumlah piutang yang ada menjadi kas.

$$\text{Average Collection Period} = \frac{365}{\text{Average Account Receivable}}$$

d. Perputaran Persediaan (*inventory turnover*)

Rasio ini digunakan untuk mengetahui berapa kali persediaan dapat berputar dalam penjualan selama satu tahun.

$$\text{Inventory turnover} = \frac{\text{COGS}}{\text{Average Inventory}}$$

2.3.2. Rasio Profitabilitas

Rasio profitabilitas digunakan dalam mengukur kemampuan sebuah perusahaan dalam menghasilkan laba, terdiri dari:

a. Marjin Laba Kotor (*gross profit margin*)

Rasio ini digunakan untuk menghitung berapa besar kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba kotor dari hasil penjualan yang diperoleh.

$$\text{Gross Profit Margin} = \frac{\text{Gross Profit}}{\text{Sales}}$$

b. Marjin Laba Bersih (*net profit margin*)

Rasio ini digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam

menghasilkan laba bersih dari penjualan yang diperoleh.

$$\text{Net Profit Margin} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Sales}}$$

c. Pengembalian Aktiva (*return on asset*)

Rasio ini digunakan untuk menghitung besaran laba bersih setelah pajak yang diterima oleh perusahaan dengan menggunakan aset yang dimilikinya.

$$\text{Return On Asset} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Total Asset}}$$

d. Pengembalian Ekuitas (*return on equity*)

Rasio ini menggambarkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih setelah pajak dengan menggunakan esuitas perusahaan.

$$\text{Return On Equity} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Equity}}$$

2.3.3. Rasio efisiensi manajemen aktiva

Rasio ini menggambarkan tindakan dari perusahaan untuk mengalihkan pendapatan dengan menggunakan aktiva perusahaan.

a. Perputaran Total Aktiva (*total asset turnover*)

Rasio ini digunakan untuk mengetahui kemampuan perusahaan dalam menghasilkan pendapatann dari tiap aset yang dimiliki oleh perusahaan.

$$\text{Total Asset Turnover} \quad \frac{\text{Sales}}{\text{Total Asset}}$$

(*asset turnover*) =

b. Perputaran Aktiva Tetap Bersih (*net profit asset turnover*)

Rasio ini digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan untuk menghasilkan pendapatan dari aset yang ada.

$$\text{Net Fixed Asset Turnover} = \frac{\text{Sales}}{\text{Net Fixed Asset}}$$

2.3.4. Rasio struktur modal

Rasio ini digunakan untuk mengetahui cara perusahaan dalam mendanai aset dengan menggunakan perbandingan antara utang dan ekuitas.

a. Rasio Utang terhadap Aset (*debt to equity*)

Rasio ini digunakan untuk menghitung persentase aset perusahaan yang pembiayaannya menggunakan kewajiban jangka pendek dan kewajiban jangka panjang.

$$\text{Debt to Asset Ratio} = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Asset}}$$

b. Rasio Beban Bunga (*time interest earned ratio*)

Rasio ini digunakan oleh perusahaan untuk mengetahui kewajiban yang timbul dari penggunaan dana pihak ketiga dengan laba sebelum bunga dan pajak.

$$\text{Time Interest Earned} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Interest Expense}}$$

c. Rasio Nilai Pasar (*market value ratio*)

Rasio ini digunakan untuk menghitung nilai buku per lembar saham atau laba per lembar saham. Terdiri dari:

- Laba per Lembar Saham (EPS)

Rasio ini digunakan untuk mengukur laba bersih yang didapatkan oleh perusahaan setelah pajak dan setelah pembayaran dividen saham preferen untuk setiap lembar saham yang beredar di pasar.

$$Earning Per Share = \frac{Net Income - Dividend Preferred Stock}{Outstanding Shares}$$

- Rasio Laba per Lembar Saham (PER)

Rasio ini mengukur perbandingan antara nilai pasar per lembar saham dengan laba per lembar saham.

$$Price Earning Ratio = \frac{Market Price/Share}{EPS}$$

- Rasio Harga Pasar terhadap Nilai Buku (*market to book ratio*)

Menghitung perbandingan nilai pasar per lembar saham dengan nilai buku per lembar saham.

$$Market to Book Ratio = \frac{Market Price / Share}{Book Value / Share}$$

2.4. Discount Cash Flow Valuation

Menurut Damodaran (2006) *discount cash flow valuation* merupakan nilai arus kas dari aset di masa mendatang yang didiskontokan dengan tingkat suku bunga yang mencerminkan resiko dari aset tersebut. Rumus dasar dari *discounted cash flow* (DCF) adalah sebagai berikut (Damodaran, 2006;154):

$$Value = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{Expected\ Cash\ Flow}{(1+r)^i} + \frac{Terminal\ Value}{(1+r)^n}$$

dimana:

n = periode aset

r = tingkat imbal hasil yang merefleksikan risiko aset

a. Tingkat Suku Bunga Diskonto

Dalam melakukan penilaian ekuitas diperlukan tingkat suku bunga diskonto sebagai gambaran tingkat risiko yang dimiliki oleh aset tersebut. Semakin tinggi tingkat suku bunga menggambarkan bahwa aset tersebut memiliki risiko yang tinggi.

Menurut Damodaran (2006) untuk mengukur tingkat imbal hasil dari suatu aset dapat menggunakan beberapa model. Salah satu model yang dapat digunakan adalah *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Rumus CAPM yang digunakan adalah rumus CAPM yang sudah dimodifikasi sebagai berikut (Damodaran, 2006; 81):

$$E(r) = R_f + \beta \times (ERP_{mm} + CRP)$$

dimana:

E(r) = Expected Return Of Assets

R_f = Risk Free Rate

β = Beta Of Assets

ERP_{mm} = Mature Market Equity Risk Premium

CRP = Country Risk Premium

Penggunaan *country risk premium* dalam perhitungan resiko suatu negara yang dapat berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. *Country risk premium* yang digunakan adalah *country risk premium* dari negara tempat perusahaan tersebut menjalankan operasional bisnisnya. Amerika Serikat

sebagai *mature* imbal hasil pasar modal sering digunakan sebagai *base premium for mature equity market*.

Suatu aset dapat diketahui memiliki risiko atau bebas risiko dengan memenuhi dua syarat utama. Syarat pertama adalah aset tersebut tidak memiliki resiko gagal bayar dan yang kedua aset tersebut tidak memiliki resiko investasi dalam jangka waktu yang cukup lama.

Penggunaan beta dalam rumus CAPM sebagai fundamental beta dari perusahaan ASDP dengan mencari *beta unlevered* perusahaan yang sejenis dengan PT ASDP untuk kemudian dirubah menjadi *beta levered* dengan rumus Hamada's Equation sebagai berikut (Damodaran, 2006:71):

$$\beta_i = \beta_U (1 + 1 - t) \frac{D}{E}$$

Dalam perhitungan *cost of equity*, kita perlu meneliti lebih lanjut apakah data-data yang kita gunakan dalam nominal dolar Amerika Serikat atau dalam nominal rupiah. Ketika data tersebut dalam nominal dolar Amerika Serikat maka perhitungan *cost of equity* harus dirubah dalam bentuk rupiah dengan rumus berikut (Damodaran,2006;82):

$$E(R)_{IDR} = (1 + E(R)_{USD} \left(\frac{1 + \text{Inflation Rate Indonesia}}{1 + \text{Inflation Rate U.S}} \right))$$

b. Free Cash Flow to Equity

Metode *Discount Cash Flow* menggunakan *free cash flow to equity* yaitu dilakukan dengan menentukan arus kas yang diterima oleh pemegang saham

setelah perusahaan memenuhi seluruh kewajibannya termasuk pembayaran pajak tangkai dan berinvestasi ke dalam perusahaan itu sendiri. *Free cash flow to equity* dapat diartikan sebagai potensi dividen yang dapat diterima oleh para pemegang saham.

Rumus untuk menghitung FCFE adalah (Damodaran,2006):

$$FCFE = NI - Net\ CapEx - \Delta\ NCWC + Net\ Debt$$

dimana:

NI = *Net Income*

Nat Capex = *Capital Expenditure - Depreciation*

$\Delta NCWC$ = *Change in Net Working Capital*

Net Debt = *New Debt Raised - Debt Repayment*

Dalam menghitung nilai suatu perusahaan, FCFE yang digunakan adalah arus kas yang akan diterima di masa yang akan datang. Oleh karena itu diperlukan estimasi terhadap FCFE di masa yang akan datang. Dalam penelitian ini untuk memperhitungkan FCFE di masa yang akan datang dilakukan proyeksi sampai tahun 2025 atau selama 5 tahun kedepan.

Terdapat dua pendekatan yang digunakan dalam melakukan estimasi FCFE oleh PT ASDP di masa depan. Pendekatan pertama adalah dengan memperhitungkan pertumbuhan fundamental dari FCFE itu sendiri, sedangkan pendekatan kedua dengan melakukan estimasi terhadap masing-masing komponen FCFE dengan menghitung pertumbuhan masing-masing komponen.

$$E(\text{Growth rate}) = RR \times ROE$$

dimana:

RR = Retention Rate

ROE = Return on Equity

Perhitungan tingkat pertumbuhan FCFE menggunakan *Retention Rate* dapat digantikan dengan *Equity Reinvestment Rate* yang dapat dihitung menggunakan rumus berikut:(Damodaran, 2006).

$$ERR = 1 - \frac{Net\ CapEx + \Delta WC - Net\ Debt}{NI}$$

dimana:

ERR = Equity Reinvestment Rate

Net CapEx = Capital Expenditure - Depreciation

ΔWC = Change In Net Working Capital

Net Debt = New Debt Raised - Debt Repayment

NI = Net Income

Menurut Damodaran (2006) ROE yang digunakan adalah non-cash ROE, yaitu ROE yang mengeluarkan unsur pendapatan yang dihasilkan dari uang kas dan surat-surat berharga. Rumus perhitungan sebagai berikut:

$$Noncash\ ROE = \frac{NI - CI - MI}{BV\ of\ Equity - Cash - MS}$$

Dimana:

NI = Net Income

CI = Income from Cash

MI = Income from Marketable Securities

BV of Equity = Book Value of Equity

MS = Marketable Securities

Langkah selanjutnya yang diperlukan dalam pendekatan FCFE dalam mengestimasi masing-masing komponen dari FCFE yaitu *Net Income*, *Net Capital Expenditure*, *Change In Non Cash Working Capital* dan *Net Debt*.

Laba bersih dapat diproyeksikan dengan mengetahui terlebih dahulu *expected growth* dari laba bersih perusahaan. *Expected growth* dapat dihitung menggunakan rumus berikut: (Damodaran,2006)

$$\text{Net Income Growth} = RR \times ROE$$

Dimana:

$RR = \text{Equity Reinvestment Rate}$

$ROE = \text{Return on Equity}$

Dalam perhitungan *growth* laba bersih diperlukan komponen *Equity Reinvested* sebagai bentuk jumlah modal yang diinvestasikan kembali ke dalam perusahaan. *Equity Reinvestment* dapat dihitung dengan rumus berikut: (Damodaran, 2006)

$$\text{Equity Reinvestment} = \text{Net CapEx} + \Delta \text{NCWC} - \text{Net Debt}$$

Perubahan *non cash working Capital* didapat dari selisih antara dan *Noncash Asset* dan *Nondebt Current Liabilities*. *Noncash Current Asset* diperoleh dari pengurangan uang kas dan surat berharga sedangkan *Nondebt Current liabilities* diperoleh dari kewajiban lancar dikurangi utang-utang yang memiliki bunga.

Sementara *Return on Equity* adalah kemampuan perusahaan menghasilkan laba dengan menggunakan modal sendiri yang dimilikinya.

Rumus yang digunakan untuk menghitung ROE adalah sebagai berikut (Damodaran, 2006; 169):

$$ROE = ROC + \frac{D}{E} (ROC - i (1 - t))$$

dimana:

ROC = Return On Capital

D = Book Value Of Debt

E = Book Value Of Equity

i = Interest Rate

t = Tax Rate

ROC dihitung dengan menggunakan rumus berikut: (Damodaran,2006)

$$ROC = \frac{EBIT (1-t)}{D + E}$$

Sementara *i* dihitung menggunakan rumus berikut: (Damodaran, 2006)

$$i = \frac{\text{Interest expense On Debt}}{D}$$

Menurut Damodaran (2006) *non-cash working capital* dapat diestimasikan dengan membuat *non cash working capital* sebagai persentase dari pendapatan usaha.

Perhitungan *capital expenditure* harus dilakukan normalisasi terlebih dahulu karena sifatnya yang cenderung volatil (Damodaran, 2006). Setelah rata-rata persentase *capital expenditure* diperoleh, valuasi dapat dilanjutkan dengan

membuat proyeksi dari laba usaha dengan mengetahui *expected growth* dari laba usaha menggunakan rumus berikut:

$$\text{Expected Growth}_{EBIT} = RR \times ROC$$

Dimana:

$RR = \text{Reinvestment Rate}$

$ROC = \text{Return on Capital}$

Reinvestment Rate dihitung dengan menggunakan rumus berikut (Damodaran,2006;173)

$$\text{Reinvestment Rate} = \frac{\text{Net CapEx} + \Delta \text{NCWC}}{\text{EBIT} (1-t)}$$

dimana:

$\text{Net CapEx} = \text{Net Capital Expenditure}$

$\Delta \text{NCWC} = \text{Changes In Non Cash Working Capital}$

$\text{EBIT} = \text{Earnings Before Interest And Tax}$

$t = \text{Tax Rate}$

Return On Capital dihitung dengan menggunakan rumus: (Damodaran,2006;173)

$$\text{Return On Capital} = \frac{\text{EBIT} (1-t)}{D + E - \text{Cash}}$$

Dengan asumsi bahwa perusahaan mendanai sebagian *Capital Expenditure* dan *Working Capital* dengan utang, maka rumus *Free Cash Flow To Equity* dapat dirubah menjadi: (Damodaran,2006)

$$FCFE = Net\ Income - (NetCapEx)(1 - \delta) - (\Delta NCWC)(1 - \delta)$$

Dimana δ adalah persentase *Capital Expenditure* dan perubahan modal kerja yang didanai dengan utang. Nilai δ didapat dengan menghitung *Debt To Asset Ratio* menggunakan rumus:

$$Debt\ to\ Asset\ Ratio = \frac{Book\ Value\ of\ Debt}{Book\ Value\ of\ Assets}$$

c. Proyeksi Laporan Keuangan

Perhitungan nilai wajar saham PT ASDP menggunakan metoda DCF dengan *Free Cash Flow to Equity* membutuhkan periode proyeksi laporan keuangan. Brigham & Enhardt (2009) menjelaskan bahwa periode proyeksi dapat dikembangkan dalam beberapa tahun, mayoritas perusahaan menggunakan rentang waktu 5-10 tahun untuk periode proyeksi laporan keuangan.

2.5. Model Discount Free Cash Flow to Equity

Setelah perhitungan proyeksi FCFE dan terminal value diketahui, maka selanjutnya akan dilakukan perhitungan untuk menentukan nilai *present value* dari arus kas yang dapat diterima oleh pemegang saham. Dalam menentukan nilai present value ini dapat menggunakan dua pendekatan yaitu *Constant Growth FCFE Model* dan *Two Stage Discounted FCFE Model*.

2.5.1. Constant Growth FCFE Model

Damodaran (2006) menjelaskan bahwa *Constant Growth Model* mengasumsikan setiap arus kas yang akan diterima oleh pemegang saham akan tumbuh secara konstan selama-lamanya.

$$\text{Value of Equity} = \frac{FCFE_t}{K_e - g}$$

Dimana:

k_e = *Cost of Equity*

g = *growth rate*

2.5.2. Two Stage Discounted FCFE Model

Damodaran (2006) menjelaskan *Two Stage Discounted FCFE Model* mengasumsikan setiap arus kas yang akan diterima oleh pemegang saham mengalami fluktuasi dimana akan tumbuh pada tingkat yang tinggi dalam periode tertentu dan kemudian akan mengalami penurunan hingga menjadi konstan untuk selama-lamanya.

$$\text{Value of Equity} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1 + K_e)^t} + \frac{\text{Terminal Value}}{(1 + K_e)^n}$$

dimana:

n = *Periode*

k_e = *Cost of Equity*

Perhitungan Terminal value menggunakan constant growth model sebagai berikut :

$$\text{Terminal Value}_t = \frac{\text{Cashflow}_{t+1}}{r - g_{\text{stable}}}$$

Di mana:

r = *Cost of Equity*

$g_{stable} = \text{Stable Growth Rate}$

2.5.3. Perkiraan Jumlah Lembar Saham

PT. ASDP diperkirakan akan melakukan IPO pada tahun 2022 sehingga dalam melakukan perhitungan nilai saham per lembarnya harus diketahui perkiraan jumlah lembar saham yang dimiliki oleh PT ASDP pada tahun 2022. Untuk mengetahui nilai per lembar saham PT ASDP perlu diperkirakan terlebih dahulu jumlah ekuitas yang dimiliki PT ASDP pada tahun 2022.

Perkiraan ini dapat dilakukan dengan melakukan estimasi jumlah ekuitas dari pertumbuhan jumlah ekuitas pada tahun sebelum-sebelumnya. Jumlah lembar saham dapat dihitung dengan menggunakan rumus berikut :

$$\text{Jumlah Lembar Saham} = \frac{\text{BV of Equity}}{\text{Nilai Nominal per lembar saham}}$$

2.5.4. Nilai Saham Per Lembar

Nilai saham per lembar dapat diketahui dengan membagi nilai ekuitas perusahaan dengan jumlah lembar saham yang ada. Dapat dihitung menggunakan rumus berikut:

$$\text{Price per share} = \frac{\text{Value of Equity}}{\text{Number of Shares}}$$

2.6. Asumsi-Asumsi Penilaian

Penilaian dilakukan atas dasar kondisi pasar dan perekonomian, bisnis dan keuangan, serta peraturan pemerintah yang berlaku hingga tanggal penilaian.

Dalam proses penilaian, penulis mempertimbangkan beberapa asumsi seperti terpenuhi tidak terjadinya perubahan yang berpengaruh secara signifikan terhadap asumsi penilaian. Nilai pasar wajar dalam proses penilaian ditentukan berdasarkan data dan informasi yang tersedia untuk publik dari pihak lain yang relevan dengan penilaian.