

BAB II

LANDASAN TEORI

2.1 Penilaian Usaha

Menurut Otoritas Jasa Keuangan Republik Indonesia, (2020) Penilaian merupakan suatu proses dimana penilai memberikan opininya berupa nilai ekonomis atas suatu objek penilaian. Penilaian usaha secara menyeluruh dapat dikatakan merupakan suatu proses kuantitatif dan kualitatif dengan menganalisa banyak faktor seperti faktor risiko dan faktor pengembalian investasi (Crain, 2009). Semua manajer dapat menggunakan metodologi penilaian untuk memperkirakan risiko dan timbal balik dari kemungkinan investasi masa depan (Lütolf-Carroll et al., 2009)

2.1.1 Pendekatan dalam penilaian usaha

Jack Alexander mengatakan bahwa pada dasarnya teknik dalam melakukan penilaian adalah dengan memperkirakan arus kas di masa yang akan datang yang dimiliki suatu asset misalnya aset properti atau sebuah perusahaan (Alexander, 2012). Dalam memperkirakan arus kas dimasa yang akan datang tentu saja akan melibatkan beberapa elemen seperti data historis kinerja aset atau perusahaan, keadaan ekonomi dan ekspektasi kinerja dimasa depan.

I Ketut Gunarta (2020) mengatakan bahwa secara umum, ada tiga pendekatan dalam penilaian yang dipakai Ketika menilai perusahaan yang *going concern*, secara singkat adalah sebagai berikut.

1. Pendekatan arus kas diskonto atau pendapatan

Pendekatan pendapatan menentukan nilai dengan mengubah manfaat ekonomi masa depan, seperti arus kas, menjadi satu angka di masa sekarang. Menurut pendekatan ini, nilai suatu aset, seperti saham atau perusahaan, sama dengan semua manfaat masa depan yang diprediksi yang dinyatakan dalam nilai sekarang. Sebagai contoh sederhana dari nilai sekarang, Rp. 14.000 yang diterima setahun dari sekarang bernilai sekitar Rp. 13.300 sekarang. Pendekatan pendapatan ini memiliki tujuan untuk menetapkan opini nilai bersih saat ini dari suatu aset yang menghasilkan arus kas dengan cara mendiskontokan pengembalian yang diharapkan dimasa depan dengan tingkat pengembalian tertentu (Bernström, 2014)

2. Pendekatan pasar

Pendekatan pasar, di sisi lain, adalah metode memperkirakan nilai berdasarkan harga aset yang sebanding atau serupa. Misalnya, penilaian real estate metode pasar seringkali mengandalkan nilai penjualan properti yang sebanding. Kadang-kadang mungkin untuk mengamati harga perusahaan serupa yang telah dijual saat menilai bisnis.

3. Pendekatan aset atau biaya

Pendekatan aset adalah metode penghitungan nilai berdasarkan penilaian individu atas aset perusahaan dikurangi kewajibannya. Neraca perusahaan

adalah tempat yang baik untuk memulai. Metode ini memerlukan identifikasi semua aset, bahkan jika mereka tidak muncul di neraca. Neraca seringkali mengecualikan aset yang dikembangkan oleh operasi internal perusahaan, seperti niat baik dan aset tidak berwujud lainnya. Setiap item dinilai setelah semua aset dan kewajiban perusahaan telah ditentukan (Livingstone & Grossman, 2009).

2.2 Pendekatan Pendapatan dan Metode *Discounted Cash Flow*

Pendekatan pendapatan dapat dikatakan merupakan pendekatan yang berdasarkan prinsip antisipasi atau dapat juga dikatakan prinsip harapan karena dalam pendekatan pendapatan ini, nilai investasi subjek merupakan nilai sekarang dari pendapatan yang diharapkan dimasa depan (Pratt, 2008). Shannon P. Pratt (2008) juga mengatakan dalam bukunya bahwa metode yang sering digunakan dalam pendekatan pendapatan adalah *the discounted future economic income method* atau yang lebih sering disebut *discounted cash flow* dan *the direct capitalization of economic income method*.

Nilai perusahaan dengan *The discounted future economic income method* dihitung dengan membagi pendapatan ekonomi perusahaan dengan tingkat kapitalisasi langsung yang sesuai. Nilai perusahaan dengan *discounted cash flow* dihitung dengan menggunakan tingkat kapitalisasi hasil (tingkat diskonto nilai sekarang) yang sesuai untuk tingkat risiko yang terkait dengan investasi pada perusahaan yang bersangkutan.

Teknik *Discounted Cash Flow* merupakan salah satu Teknik dalam penilaian yang berbasis pendapatan untuk menghitung nilai suatu ekuitas atau perusahaan berdasarkan nilai sekarang dari arus kas masa depan yang diharapkan perusahaan, didiskontokan dengan tingkat diskonto tertentu (Jackman & Puca, 2020).

Begović, Momčilović, and Jovin (2013) mengatakan bahwa saat menilai perusahaan berdasarkan arus kas bebas yang didiskon, langkah-langkah berikut harus diambil.

- Memproyeksikan arus kas perusahaan
- Menghitung tingkat diskonto
- Diskon arus kas yang diproyeksikan
- Menentukan tingkat pertumbuhan
- Menghitung nilai sisa perusahaan
- Mendiskon nilai sisa perusahaan

Secara garis besar ada tiga hal utama yang diperlukan dalam melakukan penilaian dengan metode *dcf* ini yaitu 1. Memperkirakan arus kas perusahaan; 2. Menghitung *Discount rate*; 3. Mencari pertumbuhan kekal dengan menentukan *terminal value* (Jackman & Puca, 2020). Rumus yang digunakan dalam mencari nilai suatu perusahaan dengan menggunakan metode DCF antara lain :

$$DCF = \frac{FCFF_1}{(1+r)^1} + \frac{FCFF_2}{(1+r)^2} + \frac{FCFF_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{FCFF_n(1+g)}{(r-g)}$$

Dalam rumus DCF tersebut dapat dibagi dalam 2 bagian yaitu pembilang dan penyebut. Pembilang diwakili oleh *free cash flow to firm* atau arus kas perusahaan

yang diproyeksikan beberapa tahun kedepan. Penyebut diwakili oleh *discount rate* yang dapat dicari menggunakan WACC untuk penilaian perusahaan. Kemudian mencari nilai kekal setelah melakukan proyeksi selama beberapa tahun kedepan.

2.2.1 Memperkirakan Arus Kas

Nilai sekarang dari arus kas masa depan yang diharapkan perusahaan. Ketika memperkirakan arus kas masa depan perusahaan ada tiga cara yang dapat diterapkan. Cara pertama adalah dengan memperkirakan pertumbuhan perusahaan dengan melihat sejarah pertumbuhan perusahaan. Aswath Damodaran (2012) mengatakan bahwa meskipun dalam memperkirakan pertumbuhan perusahaan menggunakan sejarah perusahaan tidak selalu merupakan indikator yang baik, namun sejarah pertumbuhan perusahaan tersebut dapat memberikan informasi yang berharga untuk digunakan dalam membuat perkiraan pertumbuhan perusahaan dimasa depan.

Cara kedua dalam memperkirakan pertumbuhan perusahaan adalah dengan memercayai perkiraan arus kas kepada analis yang mengikuti perusahaan untuk memperkirakan pertumbuhan perusahaan. Yang ketiga adalah memperkirakan pertumbuhan perusahaan berdasarkan fundamental perusahaan. Pada kesempatan ini, penulis akan menggunakan cara yang pertama yaitu dengan melihat sejarah pertumbuhan perusahaan dan kemudian mencari rata rata pertumbuhan untuk memperkirakan proyeksi arus kas masa depan perusahaan.

Ada dua perhitungan arus kas yang dapat digunakan yaitu NCFE (*net cash flow to equity*) yang digunakan ketika mencari nilai dari ekuitas perusahaan dan

NCFF (*net cash flow to firm*) yang digunakan ketika menilai perusahaan (Pratt, 2008). Pada kesempatan ini, penulis akan menggunakan NCFF dengan rumus :

$$\text{NCFF} = \text{net income} + \text{non cash expense} - \text{CAPEX} \pm \text{change in NOWC (net working capital)} + \text{Interest expense}.$$

2.2.2 Menghitung *Discount rate*

Dari sudut pandang perusahaan, tingkat diskonto merupakan perwakilan dari biaya yang akan dikeluarkan perusahaan dalam meningkatkan modal dari investornya (biaya modal), baik dalam bentuk utang atau ekuitas, dan rata rata tertimbangnya. Dari sudut pandang investor, tingkat diskonto mewakili tingkat pengembalian yang diharapkan investor sebagai imbalan atas penggunaan modal mereka. (biaya peluang dan nilai waktu uang yang diwakili oleh tingkat bebas risiko) dan menanggung risiko perusahaan (diwakili oleh premi risiko di atas tingkat bebas risiko) (Jackman & Puca, 2020)

1. Menentukan WACC

Shannon P. Pratt (2008) mengatakan bahwa *cost of capital* ditentukan dengan mengambil rata-rata tertimbang, pada nilai pasar, dari biaya semua sumber pembiayaan dalam struktur modal perusahaan bisnis. Dalam mencari nilai *cost of capital* dapat menggunakan rumus WACC yaitu:

$$\text{WACC} = (\text{Wd} \times \text{Kd}) + (\text{We} \times \text{Ke})$$

WACC : *Weighted Average Cost of Capital*

Wd : *Weight Debt*

Kd : *Cost of Debt*

We : *Weight Equity*

We : *Cost of Equity*

2. Menentukan *Cost of debt*

Cost of debt atau biaya utang adalah biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk membiayai perusahaan dengan menerbitkan surat utang berbunga (*interest bearing debt*). Rumus yang dapat digunakan untuk mencari biaya modal adalah:

$$CAPM = YTM \times (1 - tax)$$

YTM = Yield to Maturity

Tax = Tax

Sedangkan untuk menghitung nilai YTM adalah dengan

$$YTM = \frac{C + \frac{(F - P)}{n}}{\frac{(F + P)}{2}}$$

C = Coupon rate

F = Future Value

P = Present Value Bond

n = Period

3. Menentukan *Cost of equity*

Cost of equity atau biaya modal dapat dicari menggunakan CAPM atau Capital Assets Pricing Model dengan rumus sebagai berikut :

$$CAPM = R_f + B(RP)$$

CAPM	=	Capital Asset Pricing Model
Rf	=	Risk Free
B	=	Beta
RP	=	Risk Market Premium

2.2.3 Mencari pertumbuhan kekal dengan menentukan *terminal value*

Aswath Damodaran (2012) mengemukakan bahwa dalam penilaian dengan model diskonto kita tidak bisa memperkirakan arus kas selamanya atau tanpa batasan waktu tertentu, maka kita perlu menentukan seberapa lama kita akan memperkirakan arus kas yang kemudian akan diakhiri dengan menghitung nilai terminal yang mencerminkan nilai perusahaan pada saat itu.

2.3 Analisa skenario

Penilaian usaha merupakan sebuah opini nilai dari seorang penilai terhadap suatu aset, oleh karena itu penilaian usaha tentu saja bersifat subjektif. Analisis skenario adalah alat yang berguna yang memungkinkan analis serta manajer perusahaan untuk lebih memahami risiko yang terkait dengan penilaian apapun karena tingkat subjektivitas yang tinggi terkait dengan estimasi tingkat diskonto, pilihan prosedur penilaian yang sesuai, dan perkiraan arus kas (Massari et al., 2016). Dalam analisis skenario, kita memprediksi arus kas dan nilai aset yang diharapkan dalam berbagai skenario dalam analisis skenario untuk mendapatkan gambaran yang lebih jelas tentang dampak risiko terhadap nilai (Damodaran, 2012).

Damodaran (2012) menjelaskan empat langkah dalam melakukan analisis skenario yaitu :

1. Menentukan faktor faktor yang menjadi asumsi dasar dalam analisis skenario
2. Menentukan jumlah skenario yang diinginkan analisis untuk setiap faktor
3. Memperkirakan arus kas berdasarkan skenario yang dipilih

Menentukan probabilitas untuk setiap skenario yang dipilih

2.3.1 Pemilihan asumsi

Mario Massari (2016) mengatakan bahwa secara umum asumsi yang mendasari dalam analisis skenario dapat dikategorikan dalam 3 kategori yaitu :

1. Kondisi makro ekonomi.

Kondisi ekonomi akan sangat berpengaruh kepada beberapa industri. Perusahaan yang asumsi pertumbuhan penjualan serta kemungkinan ekspansi geografis mempertimbangkan situasi ekonomi, maka perlu untuk melihat nilai perusahaan akan berubah jika ekonomi berubah secara signifikan.

2. Kondisi seluruh industri

Penting untuk memperhatikan kondisi industri dimana perusahaan menjalankan kegiatan usahanya karena beberapa faktor industri akan mempengaruhi dan berdampak pada hasil yang dicapai perusahaan. Salah satu contoh faktor dari kondisi industri adalah harga komoditas bagi perusahaan yang menjalankan usahanya dalam bidang komoditas seperti nikel, timah dan lain sebagainya,

3. Kondisi khusus perusahaan

Dalam mempertimbangkan kondisi perusahaan dalam analisis scenario, asumsi yang diambil mengenai pertumbuhan dan perkembangan perusahaan haruslah layak untuk dicapai perusahaan. Meskipun begitu, perusahaan masih mungkin untuk

mengalami hambatan diluar jangkauan asumsi penilaian. Salah satu variabel asumsi dari segi kondisi perusahaan adalah dari sudut pandang operasi, Dari segi operasi contoh asumsi nya adalah kegagalan perusahaan untuk mencapai pangsa pasar sehingga akan berakibat kepada meningkatnya kebutuhan modal kerja karena persediaan yang tinggi dan penerimaan yang rendah. Secara keuangan, perusahaan membutuhkan modal yang lebih tinggi, meskipun utang sudah dilakukan yang membuat rasio utangnya meningkat.

Penilai dapat menentukan asumsi utama yang dapat dipilih sebagai scenario dasar yang dibuat dalam menilai perusahaan dalam menjalankan analisis skenario. Variabel yang dipilih dalam asumsi tersebut selanjutnya diberikan kejutan untuk dapat melihat perubahan nilai perusahaan.

Mario Massari et al., (2016) mengatakan bahwa ada 2 keadaan untuk menggunakan analisis skenario yaitu :

- *Investment*. Analisis skenario berguna untuk membuat keputusan terkait melakukan investasi di sebuah perusahaan, akuisisi aset baru, pembiayaan proyek baru maupun ekspansi bisnis.
- *Valuation*. Pada dasarnya perusahaan merupakan investasi pada pihak ketiga. Oleh karena itu sangat penting untuk mengetahui nilai sekarang dari suatu perusahaan.

2.3.2 Best and worst case scenario

Arus kas aktual dari aset berisiko dapat berfluktuasi secara signifikan dari perkiraan. Kita dapat memperkirakan arus kas pada batasnya jika semuanya berjalan dengan sempurna dalam hal ini skenario terbaik dan jika tidak ada yang

berjalan sempurna dalam hal ini skenario terburuk. Analisis ini mungkin terstruktur dalam dua cara yang berbeda dalam praktek. Pada langkah pertama, setiap input nilai aset ditetapkan ke hasil terbaik (atau hasil terburuk) yang layak, dan arus kas diestimasi menggunakan nilai tersebut. Saat menilai sebuah perusahaan, Anda dapat menggunakan skenario kasus terbaik dengan menetapkan tingkat pertumbuhan pendapatan dan margin operasi ke tingkat yang paling memungkinkan dan tingkat diskonto ke tingkat serendah mungkin (Damodaran, 2012).

Worst scenario sangat berguna untuk memahami seberapa buruk skenario yang dapat dialami suatu perusahaan. Ketika menilai perusahaan, *worst case scenario* memberikan gambaran tentang nilai minimum yang dapat dicapai perusahaan ketika segala sesuatu yang terjadi ternyata lebih buruk dari perkiraan (Massari et al., 2016)