

## ANALISIS SAHAM PT INDOSAT Tbk TERKAIT RENCANA BUY BACK PEMERINTAH

**A Zaenal Abidin**

*Politeknik Negeri Semarang*

*zaenal.abidin82@gmail.com dan b\_marsoem@yahoo.com*

**Abstract.** The study aims to analyze the value of buyback stock plan related to the acquisition of PT Indosat Tbk (ISAT). Counting reasonable price stock carried method Capital Asset Pricing Models (CAPM), Free Cash Flow to Equity (FCFE), Relative Valuation, and Gordon Growth Model. Under the CAPM method, FCFE, and Gordon Growth Model value of ISAT is undervalued. Based on Relative Valuation approach by comparison Telkom and XL Axiata ISAT values obtained is overvalued

**Keyword:** Acquisitions, Capital Asset Pricing Models (CAPM), Free Cash Flow to Equity (FCFE), Relative Valuation, Gordon Growth Model, Undervalued, Overvalued

**Abstrak.** Penelitian bertujuan menganalisis nilai akuisisi terkait rencana buyback saham PT Indosat Tbk (ISAT). Penghitungan harga wajar saham dilakukan metode Capital Asset Pricing Models (CAPM), Free Cash Flow to Equity (FCFE), Relative Valuation, dan Gordon Growth Model. Berdasarkan metode CAPM, FCFE, dan Gordon Growth Model diketahui nilai saham ISAT undervalued. Berdasarkan pendekatan Relative Valuation dengan pembandingan Telkom dan XL-Axiata didapatkan nilai saham ISAT adalah overvalued.

**Kata Kunci:** Akuisisi, Capital Asset Pricing Models (CAPM), Free Cash Flow to Equity (FCFE), Relative Valuation, Gordon Growth Model, Undervalued, Overvalued

### PENDAHULUAN

Sebuah kajian menarik untuk diteliti secara serius pada saat Debat Calon Presiden (Capres) Minggu 22 Juni 2014 Capres Joko Widodo menyatakan berencana membeli kembali (*buyback*) saham Indosat. Pernyataan Joko Widodo atas rencana *buyback* ini terkait dengan pertahanan nasional serta keamanan Indonesia dari sisi informasi yang bersifat strategis.

PT.Indosat Tbk (ISAT) adalah satu dari tujuh operator penyedia jaringan telekomunikasi di Indonesia (Kominfo, 2013). Sebagai penyedia layanan telekomunikasi internasional di Indonesia, Indosat telah mengoperasikan satelit telekomunikasi internasional atau intelsat yang bisa mengakses daerah Samudera Hindia (Satelit Palapa-E). Sejak terbit Undang-Undang Telekomunikasi tahun 2000 Indosat merubah strategi dari penyedia telekomunikasi utama internasional Indonesia menjadi telekomunikasi terkemuka jaringan terintegrasi dan layanan *provider* Indonesia (Indosat, 2013)

Tahun 2002, pada masa pemerintahan Megawati, pemerintah telah menjual 41,9% saham ISAT kepada Singapore Technologies Telemedia (STT) senilai Rp 5,62 Triliun. Tahun 2008, saham grup Temasek ini dijual kepada Qatar Telecom senilai US\$ 2,4 Miliar. Saat ini, pemerintah Indonesia hanya memiliki 14,29% saham ISAT, sedangkan mayoritas sahamnya dikuasai oleh *Ooredoo Asia Pte Ltd* (Qatar Telecom) yaitu sebanyak 65%. Sisanya sekitar 20,71% dimiliki publik dan beredar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Harga saham ISAT tercatat mengalami kenaikan 12,3% setelah debat capres tersebut.

Laporan keuangan Q2-2014 menunjukkan pendapatan Indosat pada Q2/2014 adalah sebesar Rp 11,6 Triliun. Setelah melakukan investasi pada satelit palapa-E dan modernisasi perangkat nilai keuntungan mengalami defisit Rp 1.061 Triliun. Untuk menutupi defisit tersebut, pada Q1-2013 Indosat menjual 2500 tower kepada PT Tower Bersama Infrastructure Tbk (TBIG) sehingga mendapatkan tambahan dana Rp 1.39 Triliun dan kepemilikan 5% pada TBIG (Indosat, 2013).

Agar menjadi pemegang saham mayoritas pemerintah harus memiliki minimal 51% saham ISAT (syarat minimal). Dengan demikian untuk menjadi pemegang saham mayoritas pemerintah perlu membeli 36,71% saham ISAT. Harga saham per 30-Juni-2014 adalah Rp 3.685. Oleh karena itu pemerintah perlu menyiapkan dana Rp 7.35 Triliun. Opsi ke dua adalah membeli 65% saham milik Ooredoo Asia. Pemerintah harus menyiapkan dana Rp 13,015 Triliun untuk opsi kedua.

Kedua pilihan buyback tersebut lebih tinggi dari dana yang didapat oleh pemerintah waktu menjual 41,9% saham ISAT. Berapakah harga wajar ISAT? Kalau dibanding dengan harga per-Juni 2014, pertanyaan yang menarik untuk dibahas adalah apakah harga sekarang ini *overvalued* atau *undervalued*?

Sebelum melakukan buyback sebaiknya dilakukan valuasi saham terlebih dahulu. Valuasi merupakan analisis fundamental untuk mengetahui harga wajar suatu saham perusahaan berdasarkan arus kas yang akan terjadi baik dari faktor internal maupun external perusahaan (Ross et.al, 2009). Hasil valuasi secara fundamental akan menjadi pertimbangan yang lebih objektif untuk mengambil keputusan investasi yang rasional.

Pembahasan selanjutnya adalah mengenai proses akuisisi 36,71% atau 65% saham ISAT yang telah dijual oleh pemerintah pada masa Presiden Megawati. Untuk mengetahui nilai akuisisi tersebut, pendekatan yang dapat digunakan adalah *Capital Asset Pricing Models (CAPM)*, *Free Cash Flow to Equity Discount Model (FCFE)*, *Relative Valuation*, dan *Gordon Growth Model* atau *Dividend Discount Model (DDM)*.

Adapun tujuan penelitian ini adalah: 1) mengetahui dan menganalisis harga akuisisi saham PT. Indosat Tbk pada 30-juni-2014 berdasarkan metode *CAPM*, *FCFE*, *Relative Valuation*, dan *DDM*, 2) mengetahui dan menganalisis nilai akuisisi saham PT. Indosat Tbk yang dapat dijadikan patokan dalam menentukan harga *buyback* 36,71% atau 65% saham PT. Indosat.

## KAJIAN TEORI

Menurut Ross et.al (2009) akuisisi satu perusahaan oleh perusahaan lain adalah investasi yang dibuat dalam ketidakpastian, dan merupakan prinsip dasar valuasi. Satu perusahaan

sebaiknya mengambil alih perusahaan yang lain, hanya jika dengan melakukannya menghasilkan nilai sekarang bersih (*Net Present Value* atau NPV) positif bagi pemegang saham perusahaan pengambil alih. Nilai NPV relative sulit untuk ditentukan.

Ada beberapa pendekatan yang dapat digunakan untuk mengetahui nilai akuisisi. Beberapa pendekatan tersebut adalah *Capital Asset Pricing Models (CAPM)*, *Free Cash Flow to Equity Discount Model (FCFE)*, *Relative Valuation*, dan *Gordon Growth Model* atau *Dividen Discount Model (DDM)*.

Menurut Hartono (2009), Astuti (2013:55), nilai wajar (*fair value*) atau nilai intrinsik (*intrinsic value*) suatu komoditas adalah nilai sekarang dari serangkaian arus kas yang masuk yang akan dihasilkan pada masa mendatang. Nilai (atau besarnya nilai sekarang dari arus kas masuk) dari suatu komoditas ditentukan oleh bauran dari tiga elemen, yakni risiko, imbal hasil dan waktu.

Pasar modal merupakan tempat untuk berinvestasi yang akan banyak memberikan potensi keuntungan (*return*). Produk yang diperdagangkan di pasar modal adalah obligasi dan saham. Return saham bisa berupa *capital gain* maupun dividen. *Capital gain* diperoleh ketika harga jual lebih tinggi daripada harga beli.

Seringkali harga aktual berbeda dengan harga wajar saham. Kondisi ini yang dikatakan *overvalued* atau *undervalued* yaitu terdapat selisih antara nilai aktual dengan nilai wajarnya.

**Capital Asset Pricing Models (CAPM).** Model *CAPM* diperkenalkan oleh Treynor, Sharpe dan Litner. Model *CAPM* merupakan pengembangan teori portofolio yang dikemukakan oleh Markowitz dengan memperkenalkan istilah baru yaitu *risiko sistematis (systematic risk)* dan *risiko spesifik/risiko tidak sistematis (specific risk /unsystematic risk)*.

Tahun 1990, William Sharpe memperoleh nobel ekonomi atas teori pembentukan harga aset keuangan yang kemudian disebut *CAPM* (Rodoni, 2010). *CAPM* didasari oleh suatu preposisi bahwa setiap *Required Rate of Return (R)* sama dengan *Risk-Free ( $R_f$ )* ditambah dengan suatu *Risk Premium Market ( $[R]_m - R_f$ )* dan *Beta ( $\beta$ )*

*CAPM* merupakan model untuk menentukan harga suatu aset. Dalam suatu investasi semakin besar nilai suatu investasi semakin besar pula tingkat keuntungan yang diminta oleh pemodal sehingga perlu ada tafsiran resiko ( $\beta$ ) dalam investasi tersebut. Model ini mendasarkan diri pada kondisi *Equilibrium*. Dalam keadaan *ekuilibrium*, tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh pemodal suatu saham akan dipengaruhi oleh risiko saham tersebut (Sulistiyowati, 2011:216).

Menurut Hamonangan dan Sulistiyawati (2012:23) *Capital Asset Pricing Models (CAPM)* merupakan model yang mendiskripsikan korelasi antara risiko dengan keuntungan yang diharapkan. Investor membutuhkan kompensasi atas investasi dari uang yang direpresentasikan oleh tingkat bebas risiko dan kompensasi yang diberikan kepada investor atas penempatan dananya di setiap investasi pada periode waktu tertentu.

Gunnlaugsson (2006:293) melakukan test metode *CAPM* pada pasar saham di Iceland. Tes ini membandingkan nilai beta dengan *Expected Return Securities Market line (SML)*. Hasil dari analisa test *CAPM* dengan mencari nilai Beta ( $\beta$ ) melalui pendekatan *nonsystemic risk* dan *securities market line (SML)* didapatkan *CAPM* bekerja dengan baik untuk

menganalisa *small stock* di Iceland, ditemukan hubungan yang kuat antara *coefficient* beta dengan saham.

CAPM menyatakan bahwa aset dengan trade-off antara risiko undiversifiable/sistematik dan harapan pengembalian harga (return) sepadan. Model didasarkan pada status keuangan akademik, serta keyakinan bahwa asset pricing merupakan subjek yang sesuai untuk studi ekonomi (Dempsey, 2013:4).

**Metode *Free Cash Flow Equity (FCFE)*.** Harga asset menurut metode ini adalah besarnya kas yang dibayarkan oleh suatu perusahaan kepada pemegang saham setelah dikurangi semua pengeluaran, *reinvestment*, dan pembayaran utang. *FCFE* dihitung dengan mengurangi laba bersih dengan kebutuhan investasi dan menjumlahkan semua transaksi non-kas seperti depresiasi, kemudian dikurangi modal kerja non-kas dan ditambahkan dengan kas bersih dari penerbit utang (Damodaran, 2002:100)

Penelitian Khasanah (2013) dilakukan terhadap saham LQ45 di BEI. Khasanah menggunakan pendekatan *Dividend Discount Model (DDM)* pertumbuhan konstan dan *Free Cash Flow to Equity Model (FCFE)* pertumbuhan konstan. Berdasarkan metode *the absolute percentage over/under (APE)* saham disebut *undervalue* jika memiliki presentase negative. Hasil analisis menunjukkan nilai  $DDM < FCFE$ , dan nilai  $DDM$  lebih mendekati harga aktual.

Gardner et.al (2012:244) menganalisis model *FCFE* Damodaran dengan menggabung dan menganalisa teori *FCFE*, *Cost of equity* dan *super-normal growth Model* dalam proyeksi *future value* saham Coca-cola. Dengan asumsi  $P_0$ :konstan,  $FCFE > 0$  dan  $R > g$  maka pertumbuhan perusahaan yang tinggi seringkali mengakibatkan nilai dividennya kecil. Jika  $g > R$  model adalah negative dan nilai per lembar saham adalah 0.

Jeletic (2012:319) menggunakan pendekatan teoritis dan *cash flow (DCF)* untuk menilai INAPLC, perusahaan minyak terbesar Kroasia. Penelitian Jeletic juga menggunakan pendekatan Arus Kas Bebas Perusahaan (*FCFF*) dan *Free Cash Flow to Equity (FCFE)*.

Aswathi (2013:104) meneliti arus kas bebas yang diukur sebagai kas yang didistribusikan ke *claimholders*, setelah disesuaikan dengan distorsi akuntansi dan kelalaian, dan ditambah muatan bersih kas yang berlebih-berlebihan (>12% dari nilai perusahaan). Disimpulkan bahwa arus kas bebas harus mengecualikan perubahan bersih kas surplus.

**Metode *Relative Valuation*.** Metode ini menghitung nilai suatu asset dengan melihat harga pasar atas asset yang sama atau serupa. Seringkali ditemukan bahwa nilai dasar suatu asset sangat sulit untuk ditentukan sehingga nilai suatu aset dilihat dari seberapa besar pasar bersedia untuk membayar berdasarkan karakteristik aset tersebut.

Sehubungan dengan jual-beli saham, Hamonangan dan Sulistyawati (2012:25) menjelaskan bahwa hal yang paling menarik dalam membeli saham di pasar perdana adalah bisa melakukan valuasi berdasarkan nilai buku saham perusahaan tersebut dibandingkan saham perusahaan pada industri sejenis. Dengan demikian, semakin murah harga saham yang ditawarkan dibanding nilai bukunya, akan semakin menarik untuk dibeli.

Fayana (2012:32) meneliti harga wajar saham sektor perbankan yang termasuk saham LQ 45 di BEI. Metode yang digunakan adalah "*Dividend Discount Model (DDM)* dan *Price*

to Book Value Ratio (PBV Ratio)”. Hasil penelitian menunjukkan Metode DDM dan PBV memiliki hasil yang berbanding terbalik. Harga saham pada tahun 2007–2011 menggunakan metode DDM menunjukkan keadaan *overvalued* sedangkan metode PBV ratio menunjukkan keadaan *undervalued*.

Penelitian Nissim (2012:75) menguji keakuratan metode penilaian relatif dalam industri asuransi AS. Penelitian ini menggunakan harga sebagai proxy untuk nilai intrinsik. Temuan penelitian pertama, selama dekade terakhir, kelipatan nilai buku telah dilakukan secara signifikan dan hasilnya lebih baik daripada kelipatan laba dalam menilai perusahaan asuransi. Kedua, konsisten dengan praktek banyak analis, mengeluarkan akumulasi pendapatan komprehensif lain dari nilai buku mengakibatkan akurasi penilaian menurun. Ketiga, menggunakan laba sebelum item khusus (bukan pendapatan yang dilaporkan), meningkatkan akurasi penilaian, tapi, anehnya, tidak demikian halnya dengan memasukkan keuntungan dan kerugian realisasi investasi. Pengecualian untuk hasil yang terakhir ini terjadi selama krisis keuangan, mungkin karena peningkatan "gains trading". Keempat, pengkondisian rasio price-to-book pada return on equity secara signifikan meningkatkan akurasi penilaian berdasarkan kelipatan nilai buku. Penilaian berdasarkan pada perkiraan laba analis mengungguli yang didasarkan pada laba yang dilaporkan atau berdasarkan nilai buku. Kesenjangan antara penilaian kinerja berdasarkan perkiraan EPS dan pendekatan price-to-book yang dikondisikan relatif kecil selama dekade terakhir.

**Metode Dividend Growth Model.** Metode ini didasarkan pada keuntungan perusahaan yang berbentuk perseroan terbatas yang diberikan kepada pemegang saham. Besarnya dividen ditentukan dalam RUPS dan dinyatakan dalam suatu jumlah (%) tertentu atas nominal saham dan bukan atas nilai pasarnya. Dividen akan dibayar jika saldo laba positif (Rodoni, 2010)

Eriandi et.al (2011:6) melakukan perhitungan harga wajar saham pada PT. Telkom dengan menggunakan metode *Gordon Growth Model*. Penelitian ini menghitung nilai pertumbuhan dari *dividend* yang dibagi serta memperhitungkan nilai *Beta* ( $\beta$ ) untuk melihat tingkat sensitivitas pergerakan harga saham terhadap Indeks. Pemilihan model dari dividen dikarenakan pembagian dividen yang stabil (kontinyu setiap tahun) dan metode ini relative lebih mudah. Perhitungan *cost of equity* menggunakan pendekatan CAPM, sedangkan *value of Equity* menggunakan  $V_0$ . Dari hasil analisa didapatkan bahwa nilai saham *recommended buy* karena nilainya *undervalued*. Disarankan untuk menyempurnakan perhitungan lebih baik digunakan metode *FCFE* yang mencerminkan seluruh aliran kas bersih kepada pemegang saham yang bukan hanya berupa dividen.

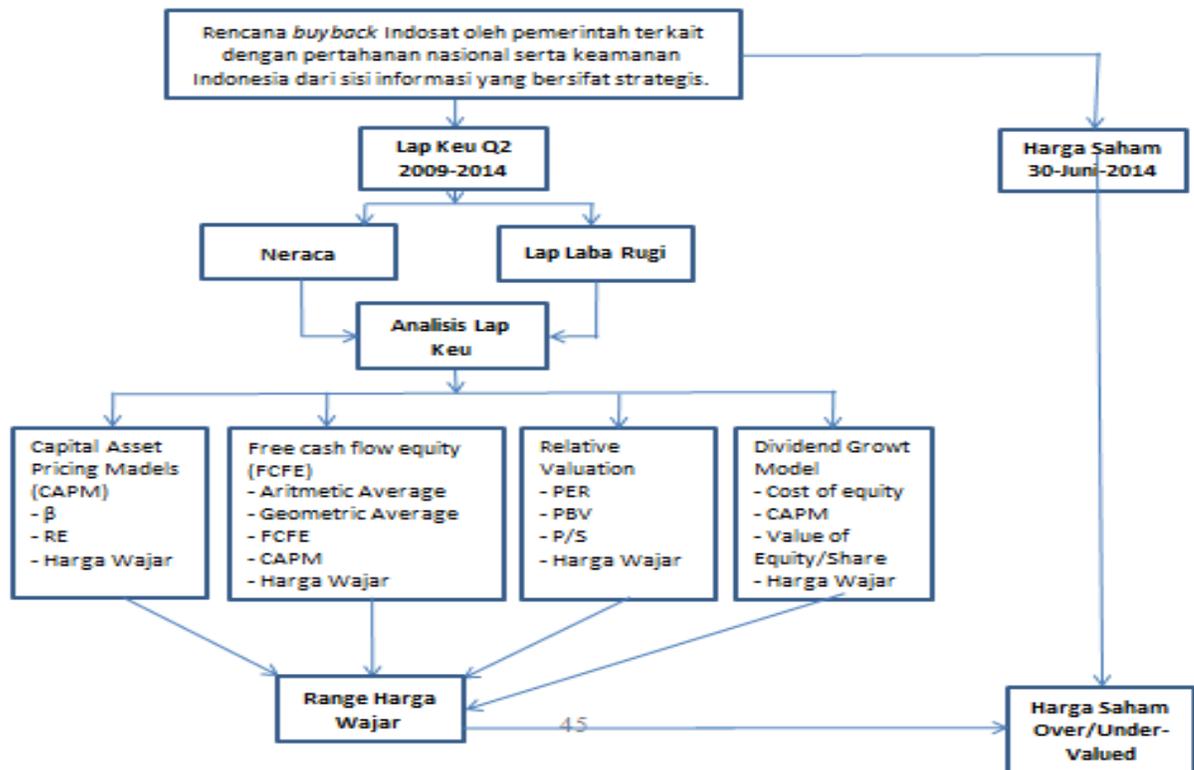
Penelitian Oded (2009:219) menunjukkan bahwa penggunaan YTM (Yield To Maturity) sebagai biaya utang pada valuasi perusahaan menggunakan pendekatan DCF tidak benar karena YTM merupakan arus kas kalkulasi. Biaya utang yang benar pada valuasi perusahaan dengan pendekatan DCF adalah pengembalian yang diharapkan pada utang yang dapat dihitung dengan menggunakan CAPM. Distorsi dalam nilai yang dihitung menjadi sangat besar bagi perusahaan-perusahaan yang menggunakan leverage tinggi karena terdapat perbedaan cukup besar antara YTM dan pengembalian yang diharapkan dari utang.

Malkiel (2012:515) menyatakan bahwa tingkat diskonto merupakan masukan penting dalam setiap model penilaian arus kas terdiskonto. Literatur mengenai valuasi pada umumnya

mengusulkan penggunaan tingkat diskonto berbasis CAPM dalam menghitung nilai sekarang dari aliran arus kas masa depan. Dalam studinya, Malkiel berusaha menunjukkan bahwa di banyak rangkaian penilaian, tingkat diskonto berdasarkan CAPM memberikan titik awal yang understates karena kerangka CAPM gagal untuk sepenuhnya memasukkan risiko penghentian arus kas. Contoh-contoh ilustrasi menunjukkan bahwa tingkat diskonto risiko yang disesuaikan penghentian (*cessation risk-adjusted discount rate*) bisa jauh lebih tinggi dari tingkat berbasis CAPM. Perbedaan keduanya tergantung, tentu saja, pada besarnya estimasi risiko penghentian.

Model arus kas diskonto khusus digunakan untuk menilai arus kas aset proyek secara terbuka pada awal tahun dan kemudian diasumsikan bahwa arus kas akan tumbuh dengan laju yang konstan di masa depan secara tak terbatas. Saha dan Malkiel (2012: 5) dalam tulisannya membahas implikasi penilaian dan tingkat diskonto ketika seseorang menganggap bahwa arus kas memiliki probabilitas penghentian non-zero selama periode penilaian. Ditunjukkan bahwa, jika seseorang memiliki kemungkinan untuk penghentian, maka tingkat diskonto yang jauh lebih tinggi diperlukan untuk menurunkan nilai sekarang dari arus kas yang diharapkan.

**Kerangka Pemikiran**



**Gambar 1.**Kerangka Pemikiran

## METODE

Penelitian ini menggunakan metode analisis deskriptif kuantitatif karena dalam penghitungan/penelitian digunakan data-data kuantitatif yang kemudian dianalisis secara deskriptif. Data penelitian merupakan data sekunder yang berasal dari laporan keuangan perusahaan kuartal dua (Q2) pada periode tahun 2009–2014 yang bersumber dari Bursa Efek Indonesia. Data *Risk Premium* Indonesia bersumber dari Dataset Damodaran dan BPLK serta BPS. Data tersebut dikumpulkan melalui studi kepustakaan.

Data yang digunakan merupakan data sekunder, meliputi: (a) Laporan keuangan PT. Indosat Tbk dan serta perusahaan pembanding, yaitu PT. Telkom Tbk dan PT XL Axiata Tbk; (b) Data-data penunjang seperti data dari BPS, Bapem-LK, dan data Kominfo; (c) Informasi penunjang mengenai PT. Indosat Tbk diperoleh dari berbagai artikel di majalah, koran, internet, dan publikasi lainnya.

**Capital Asset Pricing Model (CAPM).** Langkah-langkah perhitungan metode CAPM adalah :  
**Menentukan Tingkat Risiko**

Risiko saham atau *beta* ( $\beta$ ) merupakan ukuran kepekaan saham terhadap perubahan pasar

$$\beta_j = \frac{Cov(R_m, R_j)}{Variance(R_m)}$$

Dimana :

$\beta$  = Ukuran kepekaan saham j terhadap perubahan pasar  
 $R_M$  = Imbal hasil pasar yang diharapkan

### Menentukan Tingkat Keuntungan yang Disyaratkan

Merupakan tingkat keuntungan minimal yang ingin diraih oleh investor sebelum investor tersebut menanamkan dananya di suatu saham. Pengukuran tingkat keuntungan yang disyaratkan menggunakan rumus (Sulistyawati, 2012:23) :

$$R_E = R_F + (R_M - R_F)\beta_j$$

Dimana :

$R_E$  = Tingkat keuntungan yang disyaratkan atas saham emiten.  
 $R_F$  = Tingkat pengembalian aset bebas risiko.  
 $R_M$  = Tingkat pengembalian pasar yang diharapkan dikurangi tingkat pengembalian aset bebas risiko.  
 $B_j$  = Ukuran kepekaan terhadap perubahan pasar.

**Mencari harga wajar dapat dilakukan dengan rumus :**  $P_0 = \frac{D_1}{R_e - g}$

Dimana:

$P_0$  = Harga saham yang diharapkan  
 $D_1$  = Dividend  
 $R_E$  = Tingkat keuntungan yang disyaratkan atas saham emiten  
 $g$  = Constant growth dimana  $g = R \times ROE$  (R : Retention Ratio)

**Metode Free Cash Flow to Equity**, Pendekatan penilaian harga saham menggunakan metode *FCFE* dapat dilakukan dengan urutan penilaian sebagai berikut :

### Menentukan Tingkat Pertumbuhan Perusahaan.

Menurut Damodaran (2002), ada beberapa cara untuk mengestimasi tingkat pertumbuhan yaitu :

- a) Menggunakan *Arithmetic Average*

$$\text{Arithmetic Average} = \frac{\sum_{t=-n}^{t=-1} g_t}{n}$$

- b) Menggunakan *Geometric Average*

$$\left[ \frac{\text{earning}_0}{\text{earning}_{-n}} \right]^{\frac{1}{n}}$$

Geometric Average = -1

### Membuat Proyeksi Laporan Keuangan

Proyeksi laba rugi dan neraca dilakukan dengan teknik yang biasa digunakan secara umum yaitu *Percent of Sales Method* (Brigham dan Ehrhardt, 2005) yang dimulai dengan proyeksi penjualan yang menggambarkan pertumbuhan penjualan tahunan.

### Membuat Proyeksi FCFE

Aliran kas yang tersedia untuk pemegang saham biasa perusahaan (FCFE) dihitung dari laba bersih yang dihasilkan dikurangi pengeluaran modal, depresiasi, perubahan modal kerja, pembayaran kepada prinsipal dan ditambah penerbitan hutang baru.

$$\text{FCFE} = \text{Net Income} - (\text{capital Expenditure} - \text{Depreciation}) - \Delta \text{Non Cash Working Capital} + (\text{Debt Repayments} - \text{New Debt Issued})$$

**Mencari Tingkat Diskonto (*Discount Rate*).** Tingkat diskonto yang digunakan adalah tingkat diskonto *Cost of Equity* yang digunakan oleh perusahaan atas biaya ekuitas. Penentuan *Cost of Equity* ini menggunakan metode *CAPM*.

$$R_E = R_F + (R_M - R_F)\beta_j$$

Besaran  $R_F$  dapat dilakukan dengan beberapa cara : ketentuan LK No : Kep-196/BL/2012 tanggal : 19 April 2012 bahwa dalam hal transaksi dilakukan dengan mata uang rupiah, maka penentuan tingkat bunga bebas risiko wajib didasarkan pada Surat Utang Negara (SUN) yang masa jatuh temponya paling kurang 10 (sepuluh) tahun.

**Melakukan Estimasi Nilai.** Penjumlahan antara present value *Free Cash Flow to Equity* (*FCFE*) yang didiskontokan dengan *cost of equity* ditambah *present value terminal value* yang didiskontokan dengan biaya modal  $K_{est}$ . Menurut Damodaran (2002), formula yang digunakan untuk mengestimasi nilai perusahaan dengan *model Free Cash Flow to Equity* adalah

$$\text{Nilai perusahaan} = P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+R)^t} + \frac{P_n}{(1+R)^n}$$

Dimana  $P_n$  (*terminal value*) umumnya dihitung dengan tingkat pertumbuhan yang tetap selamanya yaitu

$$P_n = \frac{FCFE_{n+1}}{R - g_n}$$

Dimana :

FCFE = *Free Cash Flow to Equity*

$P_n$  = harga pada saat setelah pertumbuhan tinggi (*terminal value*)

$g_n$  = tingkat pertumbuhan setelah *terminal value*.

R = *cost of equity*

**Metode *Relative Valuation*.** Merupakan pelengkap dari metode *Discounted Cash Flow* dengan menghindari proyeksi yang subyektif. Ada empat proses yang diperlukan untuk menghitung nilai wajar saham berdasarkan pendekatan ini. (1) Pemilihan perusahaan pembanding. Perusahaan yang memiliki *criteria relative* sama sebagaimana yang diatur dalam keputusan Ketua Bapepam – LK, yaitu pembanding berada dalam bidang usaha yang sama, karakteristik pertumbuhan (*growth in sales and earnings*) sebanding atau kinerja keuangan *historis relatif* sebanding. Pada penelitian ini adalah perusahaan telekomunikasi; (2) Menghitung *multiple/factor* pengali perusahaan pembanding, yaitu: *Price Earning Ratio* (PER) = Harga per lembar saham/laba per lembar Saham, *Price to Book Value* (PBV) = Harga per lembar Saham/ Nilai Buku Perlembar, *Price to Sales Ratio* (P/S) = Nilai Pasar Ekuitas / Pendapatan (*Revenue*); (3) Estimasi Besaran Faktor *Multiple/Pengali*. Nilai akuisisi/ekuitas perusahaan dilakukan dengan cara mengalikan rata-rata besaran *multiple/factor* pengali PER, PBV, P/S perusahaan pembanding dengan *earning/laba bersih*, nilai buku, penjualan perusahaan yang dinilai. Perhitungan estimasi nilai wajar saham dengan *Relative Valuation* adalah sebagaimana berikut : (1) *Multiple PER* pembanding sebesar 15,5 dikali laba bersih per lembar dari PT. Indosat Tbk; (2) *Multiple PBV* pembanding sebesar 3,1 dikali nilai buku ekuitas per lembar dari PT. Indosat; (3) *Multiple P/S* pembanding sebesar 4.0 dikali nilai pendapatan per lembar dari PT. Indosat.

**Metode *Gordon Growth Model*.** Memerlukan 3 langkah analisis yaitu menghitung *Cost of Equity* dengan pendekatan *CAPM*, estimasi pertumbuhan, dan *Value of Equity per Share*.

**Menentukan *Cost of Equity*.** *Cost of equity* merupakan tingkat pengambilan yang disyaratkan oleh investor sebagai konsekuensi atas investasi pada saham perusahaan. *Cost of Equity* yang menjadi tingkat diskonto dalam perhitungan harga wajar saham pada *Gordon Growth Model* adalah sama dengan yang digunakan *CAPM* pada persamaan (4-2) yaitu :

$$R_E = R_F + (R_M - R_F)\beta_j$$

Dimana :

$R_E$  = Tingkat keuntungan yang disyaratkan atas saham emiten.

$R_F$  = Tingkat pengembalian aset bebas risiko.

$R_M$  = Tingkat pengembalian pasar yang diharapkan dikurangi tingkat pengembalian aset bebas resiko.

$B_j$  = Ukuran kepekaan terhadap perubahan pasar.

**Menentukan tingkat pertumbuhan**, digunakan sebagai dasar untuk memproyeksikan *revenue* dan *earnings*. Estimasi pertumbuhan menempati posisi yang sangat sensitive karena jika salah mengestimasi pertumbuhan, harga wajar saham tersebut tidak akan sesuai, atau jauh dari harga pasar. Estimasi pertumbuhan dapat dihitung sebagai berikut :

$$g = \text{retention ratio} \times \text{ROE}$$

$$g = (1 - \text{DPR}) \times \text{ROE}$$

**Menghitung Value of Equity.**Perhitungan ini untuk menentukan harga wajar saham perusahaan. *Value of Equity* dihitung menggunakan *Constant Growth*, dengan tiga unsur yaitu *dividend per share*, *cost of equity* dan *expected growth rate*. Perhitungan *value of equity* adalah sebagai berikut :

$$V_0 = \frac{D_0 \times (1 + g)}{(R - g)} = \frac{D_1}{R - g}$$

Dimana :

$V_0$	=	Fundamental Value
$D_0$	=	Dividen yang dibayarkan
$g$	=	Divident Growth Rate
$D_1$	=	Dividen yang diharapkan
$R$	=	Requiret Rate of Return

## HASIL DAN PEMBAHASAN

Variabel makro ekonomi dapat dianalisis melalui beberapa indikator di antaranya pendapatan domestik bruto, pertumbuhan ekonomi, tingkat inflasi, stabilitas mata uang, sentiment pasar, dan lain- lain.

**Tabel 1.** Indikator Ekonomi Indonesia (2009-2014)

Komponen	2009	2010	2011	2012	2013	Q2-2014
Inflasi (%)	2,78	6,96	3,79	4,61	8,38	6,7
Pertumbuhan Ekonomi (%)	4,6	6,1	6,5	6,17	5,78	5,12
PDB (Rp Triliun)	5.606,10	6.436,30	7.427,10	6.151,60	2.770,30	2.480,80
BI Rate (%)	6,5	6,5	6	5,75	7,5	7,5
Rp/USD	9400	8.991	9.068	9.608	10.445	11.800
Cadangan Devisa (Jt US\$)	66.104,90	96.207	110.123	110.297	99,4	105,6

Sumber: Dikutip dari Berbagai Sumber (2014)

Pertumbuhan ekonomi dapat berkaitan dengan nilai beli suatu negara. Ketika perekonomian kuat maka permintaan akan produk suatu perusahaan juga kuat, dan labanya menjadi relatif

lebih tinggi Pertumbuhan rata-rata pada tahun 2009 sampai dengan 2013 adalah 5.83%, sedangkan pertumbuhan ekonomi negara paling rendah pada tahun 2009 yaitu 4.7% dan pertumbuhan ekonomi tinggi dialami pada tahun 2011 yaitu sebesar 6.5%. Tabel 5.1 menunjukkan pertumbuhan ekonomi Indonesia pada Q2-2014 mencapai 5.12 %. Angka tersebut berdasarkan Produk Domestik Bruto (PDB) atas dasar harga berlaku pada Q2-2014 mencapai Rp 2. 480,8 triliun meningkat dibanding Q1-2014 yang sebesar Rp 2.404 triliun. Tingkat pertumbuhan didukung terutama oleh sektor pengangkutan dan komunikasi yang tumbuh 9.53% bila dibandingkan Q1-2014 (q-to-q)

Secara keseluruhan pertumbuhan ekonomi Indonesia dalam lima tahun terakhir selalu meleset dari target. Melemahnya investasi serta ekspor menjadi salah satu penyebabnya. Investasi melambat karena keputusan pemerintah menaikkan suku bunga rate. Sementara ekspor anjlok karena pemberlakuan larangan ekspor mineral mentah menyusul diberlakukannya UU No 4 tahun 2009 mengenai minerba. Kondisi politik Indonesia dimana tahun 2014 ada pemilihan presiden juga mempengaruhi minat investor untuk masuk keIndonesia. Melemahnya nilai rupiah terhadap dolar menjadi pukulan bagi dunia telekomunikasi. Saat ini Indosat mencatatkan utang perusahaan sebesar US\$850 juta jumlah tersebut 50% dari total hutang perusahaan.

**Capital Asset Pricing Model.** (a) Nilai Beta ( $\beta$ ) untuk melihat tingkat sensitivitas return saham ISAT dan IHSG, menghasilkan nilai 2.4%. Hasil perhitungan maupun data reuters menunjukkan bahwa nilai beta Indosat lebih besar daripada Telkomsel dan XI. Hal ini mengindikasikan bahwa saham ISAT lebih besar resikonya. Proporsi hutang 50% dan dalam bentuk dolar membuat saham ISAT mudah terpengaruh sentiment global;(b) Menentukan Tingkat Keuntungan yang Disyaratkan. Nilai  $R_F$  8.,375% didasarkan obligasi seri FR0070 yang jatuh tempo 15 Maret 2024. Hal ini sesuai dengan Keputusan Direktorat Jenderal Pengelolaan Utang Nomor 1/PU/2014 tentang Surat Utang Negara Negara Seri Benchmark. Untuk nilai  $(R_M - R_F)$  diambil dari *country risk premium* 2013 (Damodaran, 2013) dimana untuk Indonesia nilai  $(R_M - R_F)$  adalah 9.13 %. Didapatkan nilai  $R_E$  : 30,387%; (c) Dari hasil perhitungan didapatkan harga wajar Rp 3.827

**Metode Free Cash Flow to Equity (FCFE).** (1) Menentukan Tingkat Pertumbuhan Perusahaan. Pertumbuhan perusahaan dihitung dengan metode *Geometrik Mean* menghasilkan nilai lebih kecil bila dibandingkan dengan metode *Arithmetic Mean*. Hal ini dikarenakan perhitungan ini bersifat pelipatgandaan (*compounding*). (Frensidy, 2006) mengatakan bahwa *Arithmetic Mean* dapat digunakan untuk prediksi ke depan sedangkan untuk kinerja masa lalu dapat menggunakan *Geometric Mean*. Dengan demikian tingkat pertumbuhan dihitung menggunakan *Geometric Mean*, menghasilkan nilai 5.4 %. Nilai ini hampir sama dengan tingkat pertumbuhan ekonomi negara yang sebesar 5.2% pada Q2-2014. Pertumbuhan ekonomi Indonesia 2013 sebesar 5,7 % sedangkan tingkat pertumbuhan ekonomi Q2-2014 tumbuh sebesar 5.4%. Memperhatikan pertumbuhan ekonomi dan inflasi yang lebih kecil maka proyeksi pertumbuhan ekonomi sebesar 6% pada 2014 akan tereliasasi ;(2) Proyeksi Laporan Keuangan. Teknik yang digunakan untuk memproyeksi laporan keuangan adalah presentase dari pendapatan bunga bersih bank. Pendapatan bunga bersih

adalah hasil dari kegiatan yang dilakukan oleh lembaga keuangan yang masing-masing menyimpan dananya secara aman dan terjamin serta menyalurkan dana tersebut ke dalam sektor pembiayaan pembangunan sehingga pihak bank akan memperoleh pendapatan; (3) Proyeksi Laporan Laba Rugi. Proyeksi laporan laba rugi dilakukan dengan menghitung parameter akun-akun laporan laba rugi terhadap pendapatan bunga bersih pada laporan keuangan terakhir, yaitu laporan keuangan tahun 2014; (4) Proyeksi Laporan Neraca. Proyeksi laporan neraca diawali dengan menghitung saldo akhir nilai buku ekuitas dan perubahan ekuitas akibat adanya penambahan atau pengurangan ekuitas dikarenakan penambahan atau pengurangan laba ditahan pada tahun berjalan. Perhitungan laba ditahan dilakukan dengan cara mengurangi laba bersih tahun berjalan dengan distribusi laba bersih tahun berjalan seperti untuk dividen dan CSR. Nilai buku ekuitas awal tahun ditambah dengan saldo laba ditahan adalah nilai buku ekuitas akhir tahun. Proyeksi *Free Cash Flow to Equity*. Berdasarkan hasil proyeksi di atas dapat dibuat proyeksi *Free Cash Flow to Equity* ISAT tahun 2015-2019 (lihat Tabel 2). Penentuan FCFE dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut :  $FCFE = Net\ income - (Capex - Depreciation) - (Change\ in\ Non\ Cash\ Working\ Capital) + (New\ Debt\ Issued - Debt\ Repayment)$ ; (5) Estimasi Biaya Modal (*Cost of Capital*). Nilai SUN sama dengan analisa CAPM sebelumnya. Nilai beta menggunakan data dari reuters dengan nilai 1.18%. Nilai  $(R_M - R_F)$  diambil dari *country risk premium* 2013 (Damodaran, 2013) dimana untuk Indonesia nilai  $(R_M - R_F)$  adalah 9.13 %. Didapat  $R_E = 19,045\%$  ; (6) Estimasi Nilai Wajar Saham. Nilai wajar saham ISAT diperoleh dari membagi ekuitas dengan jumlah saham yang beredar. Jumlah saham beredar adalah 54.339.335.000 lembar. Nilai wajar saham per 30 Juni 2014 adalah sebesar Rp 2.391.

**Tabel 2.** Estimasi Nilai Wajar Ekuitas  
(Dalam Juta Rp, Kecuali harga Saham)

Uraian	Discount Rate (%)	PRO 2015	PRO 2016	PRO 2017	PRO 2018	PRO 2019
FCFE	5,52	11.185.174	13.315.391	10.449.921	24.271.576	23.772.312
Pertumbuhan Konstan	6					
Terminal Value					186.522.658	
Total FCFE		11.185.174	13.315.391	10.449.921	210.794.235	
Cost of Equity	19,05					
PV FCFE		9.395.753	9.395.753	6.194.118	104.957.648	
NILAI WAJAR EKUITAS		129.943.274				
NILAI SAHAM		2.391,33				

**Metode *Relative Valuation*.** Perhitungan metode ini lebih mudah daripada FCFE, dan merupakan metode pelengkap dari metode *Discounted Cash Flow*. (1) Perusahaan pembandingan adalah Telkom dan XL-Axiata. Hasil perhitungan berdasarkan Laporan Keuangan, didapat nilai pertumbuhan pendapatan bersih PT. Telkom Group adalah 7.32 sedangkan PT. XL Axiata adalah 13.73; (2) Faktor pengali adalah *Price Earning Ratio (PER)*, *Price to Book Value (PBV)* dan *Price to Sales Ratio (PSR)*. Harga aktual yang digunakan adalah harga pada 30-juni-2014 sesuai dengan bulan saat debat serta durasi Q2 2014. Didapatkan nilai rata-rata PER -15.5, PBV 3.1, dan PSR 4.0. Nilai PER yang negative secara teori menunjukkan bahwa saham ISAT tidak menarik. Hamonangan (2012) menyatakan bahwa “hitungannya dapat dilakukan seakurat mungkin, namun kondisi eksternal seperti krisis Eropa, Amerika, dan sentiment-sentimen negative memberi pengaruh juga”. Jika dibandingkan harga saham per 30-juni-2014 yang bernilai Rp 3.685 dan harga 24-Desember-2014 yang bernilai Rp 4.030 maka nampak bahwa faktor sentimen dan isu-isu global cukup dominan; (3) Estimasi Besaran Faktor Multiple/Pengali. Menurut Astuti (2013) bobot nilai pengali untuk PER adalah 50%, PBV 30%, dan PSR 20%

Berdasarkan pendekatan *Relative Valuation* harga wajar saham ISAT per 30-juni-2014 adalah Rp5.657. Dengan demikian harga pasar ISAT per 30 Juni 2014 adalah *undervalued*. Berdasarkan pendekatan ini disimpulkan bahwa saham ISAT *recommended to buy*. Masih diperlukan rekonsiliasi dari keempat metode untuk mengetahui saham ISAT *under* atau *overvalued*

**Metode *Gordon Growth Model*.** (1) Menghitung *Cost of Equity*. Nilai SUN untuk penghitungan cost of equity di sini berbeda dengan analisis CAPM sebelumnya. Di sini digunakan SUN Seri FR0069 dengan yield 7.875% yang jatuh tempo pada 15 April 2019 dengan tingkat pertumbuhan konstan. Nilai beta di sini menggunakan data dari Reuters dengan nilai 1.18%. Nilai  $(R_M - R_F)$  diambil dari *Country Risk Premium 2013* (Damodaran, 2013) dimana untuk Indonesia nilai  $(R_M - R_F)$  adalah 9.13 %. Diperoleh nilai  $R_E: 18,645\%$ ; (2) Estimasi Tingkat Pertumbuhan (*Growth*). Growth dihitung dengan rumus  $g = (1 - DPR) \times ROE$ . Nilai DPR didapat dari = Dividen per share/Earning per share. Berdasarkan laporan keuangan diketahui nilai DPR = -0.18, sedangkan nilai ROE -0.07. Sesuai rumus yang digunakan didapat nilai g adalah -8.66%; (3) Estimasi Nilai Wajar Saham. Pertumbuhan perusahaan diketahui bernilai -0.086. Mengacu laporan keuangan diketahui dividen per lembar saham ISAT tahun 2009 ( $D_1$ ) Rp172.85, tahun 2010 ( $D_2$ ) Rp137.85, tahun 2011 ( $D_3$ ) Rp59.55, tahun 2012 ( $D_4$ ) Rp76.83, dan tahun 2013 ( $D_5$ ) Rp34.52; (4) Nilai terminal atau *Terminal Value*. yaitu tingkat pertumbuhan setelah pertumbuhan tinggi yang diasumsikan konstan. Nilai ini diperoleh setelah pertumbuhan dividen proyeksi 5 (lima) tahun ke depan mulai tahun 2015 sampai dengan tahun 2019. Hasil perhitungan menunjukkan nilai wajar saham ISAT dengan metode *Gordon Growth Model* adalah Rp 1.997. Rekonsiliasi nilai diawali dengan melakukan pembobotan indikasi nilai dari masing-masing metode penilaian. Lestari (2013) menyatakan proporsi pembobotan adalah FCFE 30%, RV PER 25%, RV PBV 10, RV PSR 15%, dan DDM 20%. Literatur lain mengatakan bahwa rekonsiliasi nilai bersifat subjektif, sehingga asumsi yang digunakan untuk pembobotan berdasarkan tingkat kesulitan dan kelengkapan data dari masing-masing metode.

Pembobotan paling besar pada penelitian ini diberikan kepada metode FCFE, yaitu sebesar 30 persen, karena metode FCFE menggunakan data aliran kas bersih dimana semua beban biaya dan pajak sudah dikeluarkan dari hitungangan. Metode ini relative tidak bisa dimanipulasi karena berasal dari laporan arus kas dan neraca dan sudah diaudit. Metode *Relative Valuation* dan *Gordon Growth model* masing-masing diberi bobot 25 persen. Proporsi ini diberikan karena metode ini datanya lebih rentan dimanipulasi terutama nilai *dividen* (*dividen* bisa ditinggikan untuk menarik investor atau *dividen* dibuat kecil untuk menghindari pajak). Sedangkan metode CAPM diberi porsi 20% karena asset rentan akan isu global. Nilai tertinggi dari tiga metode di atas adalah *Relative valuation*. Nilai tinggi tersebut ditopang oleh perusahaan pembanding (Telkom Group) yang mempunyai PBV dan ROE tinggi. Temuan penelitian ini bahwa nilai wajar berdasarkan pendekatan DDM < FCFE mendukung penelitian Khasanah (2013). Harga pasar ISAT per 30 juni 2014 adalah Rp 3.685/lembar sedangkan harga wajar 30 juni 2014 adalah Rp 3.396/lembar. Perbandingan kedua nilai tersebut menunjukkan harga saham ISAT *overvalued*. Kesimpulan tersebut mengindikasikan bahwa saham ISAT terkategori *buy on weakness*. Meskipun nilai beban utang tinggi serta nilai ROE minus saham ISAT masih layak diakuisisi mengingat total asset dan master plan bisnis serta prospek bisnis Telekomunikasi yang masih terbuka di masa yang akan datang. Jika dilihat dari proyeksi neraca maka beban hutang akan mulai berkurang di tahun 2015 dan akan menjadi positif pada 2019. Informasi tersebut menandakan secara *fundamental* saham ISAT layak menjadi investasi.

Tabel 3. Rekonsiliasi Nilai

No	Metode	Harga Saham	Bobot	Nilai Tertimbang
1	CAPM	3.827	20%	765
2	FCFE	2,391.0	30%	717
3	Relative Valuation	5,657.0	25%	1,414
4	Gordon Growth Model	1,997.00	25%	499
Jumlah/Nilai Wajar			100%	3.396

## PENUTUP

Harga wajar saham ISAT pada 30-Juni-2014 dengan metode CAPM adalah Rp 3.827, dengan metode FCFE adalah Rp 2.391, dengan metode *Relative Valuation* adalah Rp 5.656, dan dengan metode Gordon Growth Model adalah Rp 1.999. Hasil keempat metode tersebut direkonsiliasikan untuk mendapatkan harga acuan dalam memberikan rekomendasi pada suatu saham. Dari hasil rekonsiliasi didapatkan nilainya adalah Rp. 3.396. Harga aktual saham Indosat pada 30-Juni-2014 adalah Rp 3.685 sehingga saham ISAT terkategori *overvalued*. Berdasarkan harga wajar tersebut jika pemerintah ingin membeli saham PT. Indosat Tbk 36,71% maka pemerintah perlu menyiapkan dana Rp 5.926 Triliun. Bila pemerintah ingin

membeli saham PT. Indosat Tbk 65% saham maka pemerintah perlu menyiapkan dana Rp 10.493 Triliun

Penelitian selanjutnya disarankan agar analisis dilakukan berdasarkan perhitungan fundamental maupun teknikal karena pergerakan saham sangat rentan terhadap sentimen-sentimen baik lokal maupun global. Jika pemerintah berencana mengakuisisi saham ISAT, saat ini adalah momen yang tepat karena dari sisi neraca masih konsolidasi dan dari proyeksi nilai investasi di tahun 2015 neraca akan mulai positif. Bagi investor yang berminat terhadap saham ISAT saat ini merupakan waktu yang tepat membeli karena secara fundamental saham ISAT layak investasi. Para trader bisa memanfaatkan momen membeli ketika harganya turun (*buy on weakness*).

#### DAFTAR RUJUKAN

- Aswathi, Vidya. 2013. "Connecting Free Cash Flow Metrics to Whats Metter to Investor, Accuracy, Bias and Ability to Predict Value" *Journal Review Quantitative Finance and Accounting*, Volume 11 ABI/INFORM/Research page 119.
- Astuti, Lestari Puji. 2013. "Penilaian Harga Wajar PT. Kimia Farma (Persero) Tbk dan PT. Indofarma (Persero) Tbk Menjelang Akuisisi". *Tesis*. Universitas Mercu Buana. Jakarta.
- Kominfo. 2013. Peringkat Operator Telekomunikasi di Indonesia. Biro Pusat Kominfo. [www.kominfo.go.id](http://www.kominfo.go.id)
- Damodaran, Aswath. 2002. *Damodaran On Valuation*. 2nd Edition. John Wiley and Sons Inc. New Jersey
- Dempsey, Mike. 2013. The Capital Asset Pricing Model (CAPM): The History of Failed Revolutionary Idea in Finance. *Journal of Accounting, Finance and Business Studies*. ABACUS, Vol 49, Supplement, 2013. University of Sydney. Aussie
- Erianda, Budi, Arif Siswanto dan Renny Nur Ainy. 2011. "Penentuan Harga Wajar Saham PT. Telekomunikasi Indonesia Tbk dengan Metode Gordon Growth Model". *Jurnal Proceeding PESAT (Psikologi Ekonomi, Sastra, Arsitektur dan Sipil)*, Vol 4, Oktober. Universitas Gunadarma. Jakarta
- Fayana, Ernia dan Singgih Jatmiko. 2012. "Penilaian Harga Wajar Saham Dengan Menggunakan Metode Dividend Discount Model (DDM) dan Metode Price To Book Value Ratio (PBV Ratio) pada Sektor Perbankan yang termasuk saham LQ45 di BEI". *Jurnal Undergraduated program*. Universitas Gunadarma. Jakarta
- Frensidy, Budi. 2006. "Imbal hasil dan Pengembalian". *Media Akuntansi*. Maret 2006
- Gardner, John C, Carl B McGowan, dan Moeller Susan E. 2012. "Valuing Coca-Cola Using The Free Cash Flow To Equity Valuation Model". *Journal of Business and Economic Research November* Vol 10. Number 11. University of New Orleans. USA
- Gunnlaugson, Stefan B. 2006. "A Test of The CAPM on A Smal Stock Market". *The Business Review Cambridge* : Dec, 6,1. Abi/Inform Research Pg 292, University of Akureyri. Iceland

- Hartono, Jogyanto. 2012. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi Edisi ke 2*. BPFE. Yogyakarta
- Hamonangan, Frans dan Dyah Sulistyawati. 2012. “Perhitungan Harga Saham Wajar PT. Bank Central Asia TBK dengan Menggunakan Metode Discounted Earning Approach dan Price to Book Value”. *Journal of Capital Market and Banking* ISSN:2301-4733; Vol 1, No1, May 2012. Jakarta.
- Indosat. 2014. *Laporan Tahunan Kuartal-II 2014*. Jakarta
- \_\_\_\_\_. 2013. *Laporan Tahunan Kuartal-II 2013*. Jakarta
- \_\_\_\_\_. 2012. *Laporan Tahunan Kuartal-II 2012*. Jakarta
- \_\_\_\_\_. 2011. *Laporan Tahunan Kuartal-II 2011*. Jakarta
- \_\_\_\_\_. 2010. *Laporan Tahunan Kuartal-II 2010*. Jakarta
- \_\_\_\_\_. 2009. *Laporan Tahunan Kuartal-II 2009*. Jakarta
- Jeletic, Tomislav. 2012. “Cash Flow and Company Valuation Analysis : Practical Approach to INA PLC, The Biggest Croatian Oil Company”. *International Journal of Arts and Sciences*, ISSN 1994-6934 page 319-337.
- Khasanah, Nur. 2013. “Penilaian Harga Saham dengan Dividend Discount Model dan Free Cash Flow to Equity Model (Study Pada Indeks Saham LQ45 di Bursa Efek Indonesia Periode 2007-2011)”. *Jurnal*. Universitas Brawijaya. Jakarta.
- Malkiel, Burton. 2012. “DCF Valuation With Cash Flow Cessation Risk”. *Journal Of Applied Finance* No1, page 175-185.
- Nissim, Doron. 2012. “Relative Valuation of U.S. Insurance Companies”. *Journal of Applied Finance* No.3, page 375-385.
- Oded, Jacob, dan Michel Allen. 2009. “Why Does DCF Undervalue Equities?”. *Journal Of Applied Finance*, Volume 19. 49-62.
- XI-Axiata. 2014. *Laporan Tahunan Kuartal-II 2014*. Jakarta
- \_\_\_\_\_. 2013. *Laporan Tahunan Kuartal-II 2013*. Jakarta
- \_\_\_\_\_. 2012. *Laporan Tahunan Kuartal-II 2012*. Jakarta
- \_\_\_\_\_. 2011. *Laporan Tahunan Kuartal-II 2011*. Jakarta
- \_\_\_\_\_. 2010. *Laporan Tahunan Kuartal-II 2010*. Jakarta
- \_\_\_\_\_. 2009. *Laporan Tahunan Kuartal-II 2009*. Jakarta
- Rodoni, Ahmad. 2010. *Manajemen Keuangan*. Edisi Pertama. Cetakan pertama. Penerbit Mitra Wacana Media. Jakarta.
- Ross, Stephen A, Randolp W Westerfield dan Bradford D Jordan. 2009. *Pengantar Keuangan Perusahaan Buku 1*. Edisi 8. Salemba Empat. Jakarta
- \_\_\_\_\_. (2009). *Pengantar Keuangan Perusahaan Buku 2*. Edisi 8. Salemba Empat. Jakarta
- Saha, Atanu dan Burton Malkiel. 2012. “DCF Valuation with Cash Flow Cessation Risk”. *Journal of Applied Finance* No 1.
- Sulistyowati, Endah. 2011. “Pemilihan Investasi Melalui Evaluasi Harga Saham Dengan Menggunakan Capital Asset Pricing Models (CAPM) dan Analisis Fundamental pada Perusahaan Telekomunikasi”. *Jurnal Akutansi, Manajemen Bisnis dan Sektor Publik (JAMBSP)* Vol 7, No 2, Februari. Jakarta
- Telkom. 2014. *Laporan Tahunan Kuartal-II 2014*. Jakarta
- \_\_\_\_\_. 2013. *Laporan Tahunan Kuartal-II 2013*. Jakarta

- \_\_\_\_\_. 2012. *Laporan Tahunan Kuartal-II 2012*. Jakarta
- \_\_\_\_\_. 2011. *Laporan Tahunan Kuartal-II 2011*. Jakarta
- \_\_\_\_\_. 2010. *Laporan Tahunan Kuartal-II 2010*. Jakarta
- \_\_\_\_\_. 2009. *Laporan Tahunan Kuartal-II 2009*. Jakarta