

**PENILAIAN HARGA WAJAR SAHAM PT.KIMIA FARMA (PERSERO) Tbk
DAN PT. INDOFARMA (PERSERO) Tbk MENJELANG AKUISISI****Lestari Puji Astuti***IKOPIN Jakarta**Email: deta_ren@yahoo.com*

Abstract: Regrouping pharmaceutical companies in Indonesia among PT. Kimia Farma (Persero) Tbk and PT. Indofarma (Persero) Tbk will be carried out by the government through inbreg scheme. In order to take acquisitions, a fair price must be counted for, so the public interests not be harmed For the fair price of shares, the calculating are using three (3) of valuation methods that are freecash flow to equity, relative valuation methods and gordon growth models. After doing the calculations with those methods, affair price for the shares of PT. Kimia Farma (Persero) Tbk and PT. Indofarma (Persero) Tbk its obtained. To get affair price to the value of the reference shares, reconciliation should be done. Based on the results of there conciliation, the fair prices for the shares of PT. Kimia Farma (Persero) Tbk is 693 rupiahs and PT. Indofarma (Persero) Tbk is 404 rupiahs with a value range of 7.5 per cent of the fair price.

Keywords: Acquisitions, freecash flow to equity, relative valuation, Gordon growth models

Abstrak: Penyusunan kembali perusahaan farmasi di Indonesia antara PT. Kimia Farma (Persero) Tbk dan PT. Indofarma (Persero) Tbk akan dilakukan oleh pemerintah melalui skema inbreg. Dalam rangka untuk mengambil akuisisi, harga yang adil harus dihitung, sehingga kepentingan publik tidak dirugikan Untuk of shares harga yang adil, perhitungan tersebut menggunakan tiga (3) metode penilaian that di adalah ekuitas flow to freecash, metode penilaian relatif dan pertumbuhan gordon model. Setelah melakukan perhitungan dengan metode-metode, harga urusan untuk saham PT. Kimia Farma (Persero) Tbk and PT. Indofarma (Persero) Tbk yang diperoleh. Untuk mendapatkan harga urusan dengan nilai saham acuan, rekonsiliasi harus dilakukan. Berdasarkan on the hasil ada konsiliasi, harga yang wajar untuk the kelinci PT. Kimia Farma (Persero) Tbk adalah 693 rupiah dan PT. Indofarma (Persero) Tbk is 404 rupiah dengan berbagai A value 7,5 per cent of the harga yang adil.

Kata kunci: Akuisisi, ekuitas flow to freecash, relative valuation, gordon growth models

PENDAHULUAN

Dengan jumlah penduduk yang mencapai 241,04 juta jiwa di tahun 2011 dan penambahan jumlah usia lanjut, maka kebutuhan akan obat-obatan di Indonesia akan meningkat. Peningkatan kebutuhan dan juga dengan berlakunya Sistem Jaminan Sosial Nasional (SJSN) pada 1 Januari 2014 akan meningkatkan pasar farmasi domestik sebesar 12% – 14 % setiap tahun (Investor Daily, 11 Juli 2012). Melihat potensi tersebut dan juga untuk meningkatkan aset serta produksi obat-obatan di Indonesia, Kementerian

Badan Usaha Milik Negara (BUMN) akan melakukan pengelompokan ulang (*Regrouping*) industri farmasinya. *Regrouping* ini diharapkan dapat meningkatkan pangsa pasar BUMN farmasi, yang terdiri dari PT. Kimia Farma (Persero) Tbk dan PT. Indofarma (Persero) Tbk, meningkatkan produktivitas aset, memperluas jaringan pemasaran serta meningkatkan daya saing perusahaan.

Dalam program *Regrouping* BUMN farmasi, PT. Kimia Farma (Persero) Tbk akan difokuskan ke bidang distribusi dan penjualan, sementara PT Indofarma (Persero) Tbk akan difokuskan pada sektor produksi atau hulu (www.ipotnews.com). Melalui proses ini PT. Kimia Farma (Persero) Tbk akan mengakuisisi PT Indofarma (Persero) Tbk dengan skema *Inbreg*. Proses pengambilalihan ini harus memperhitungkan harga wajar saham untuk kedua perusahaan, baik yang mengambil alih ataupun yang akan diambil alih. Penilaian harga wajar ini penting karena dua BUMN tersebut adalah perusahaan terbuka yang sebagian sahamnya dimiliki oleh masyarakat. Penilaian harga wajar saham ini diperlukan agar harga yang akan digunakan sebagai dasar melakukan akuisisi tidak “*overvalued*” ataupun “*undervalued*.”

Guna mengetahui harga saham PT. Kimia Farma (Persero) Tbk dan PT Indofarma (Persero) Tbk pada saat transaksi akuisisi, penulis tertarik untuk menelitinya. Oleh karena itu penulis mengambil judul untuk penelitian ini “Penilaian Harga Wajar Saham PT. Kimia Farma (Persero) Tbk dan PT Indofarma (Persero) Tbk Menjelang Akuisisi.”

Akuisisi. Akuisisi adalah pengambilalihan suatu perusahaan oleh perusahaan lain. Menurut Ross dkk (2009) terdapat 3 (tiga) bentuk hukum akuisisi yaitu *merger* atau konsolidasi, akuisisi saham dan akuisisi aset. *Merger* atau konsolidasi adalah penyerapan sempurna dari suatu perusahaan oleh perusahaan lain dimana perusahaan yang mengambil alih mempertahankan nama dan identitasnya. Setelah *merger*, perusahaan yang diambil alih tidak memperlihatkan diri sebagai bagian terpisah. Sementara itu akuisisi saham adalah cara untuk mengambil alih perusahaan lain dengan membeli saham dengan hak suara dari perusahaan yang akan diambil alih dan digantikan dengan uang, saham ataupun sekuritas lain. Sedangkan akuisisi aset adalah mengambil alih perusahaan lain dengan membeli sebagian besar atau semua asetnya.

Inbreg menurut Kitab Undang Hukum Perdata adalah memasukkan sesuatu atau menyertakan sesuatu dalam perusahaan/persekutuan dengan maksud untuk mencari keuntungan. *Inbreg* tersebut dapat berupa uang, barang ataupun keahlian. Bila dikaitkan dengan penjelasan Miller (2010), maka *inbreg* termasuk dalam bentuk pembayaran saham. Dalam kasus PT. Kimia Farma (Persero) Tbk dan PT. Indofarma (Persero) Tbk, pemerintah akan menyerahkan kepemilikan sahamnya yang berada di PT Indofarma (Persero) Tbk ke PT. Kimia Farma (Persero) Tbk sebagai penyertaan modal.

Menurut Standar Penilaian Indonesia (SPI) 2007 dalam bab Konsep dan Prinsip Umum Penilaian (KPUP), nilai adalah konsep ekonomi yang merujuk pada harga yang sangat mungkin disepakati oleh pembeli dan penjual dari suatu barang dan atau jasa yang tersedia untuk dibeli. Nilai bukan merupakan fakta, tetapi lebih merupakan harga yang sangat mungkin dibayarkan untuk barang atau jasa pada waktu tertentu sesuai dengan definisi tertentu dari nilai. Kartomo (2008) menjelaskan definisi nilai wajar dalam Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan (PSAK) sebagai suatu jumlah yang digunakan untuk mengukur aset yang dapat dipertukarkan melalui suatu transaksi yang wajar (*arm's*

length transaction) yang melibatkan pihak-pihak yang berkeinginan dan memiliki pengetahuan memadai. Sedangkan *International Accounting Standards* mendefinisikan nilai wajar (*fair value*) sebagai *the amount for which an asset could be exchanged between knowledgeable, willing parties in an arm's length transaction*. Ada 3 (tiga) metode yang akan dibahas pada penelitian ini yaitu metode *Free Cash Flow to Equity (FCFE)*, *Relative Valuation* dan *Gordon Growth Model*.

FCFE adalah sisa dari arus kas tertinggi setelah memenuhi pembayaran bunga dan pokok pinjaman, digunakan untuk pengeluaran modal, baik untuk menjaga aset sekarang maupun untuk membeli aset baru guna pertumbuhan dimasa yang akan datang. Penggunaan metode ini berdasarkan pada aturan bahwa nilai suatu aset adalah nilai kini dari aliran kas masa depan yang diharapkan (*present value of expected future cash flow*) yang dihasilkan oleh aset tersebut (Damodaran, 2002).

Formula dari metode ini adalah

$$\text{NILAI} = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

Keterangan: CF_t = *Cash Flow* pada periode t ; r = tingkat diskonto yang mencerminkan risiko *cash flow* estimasian; n = umur aset.

Penilaian harga saham dengan metode *Relative Valuation* lebih sederhana daripada metode *Discounted Cash Flow* yang sangat rumit. Pendekatan ini sering disebut dengan *Price Earning (P/E) Ratio Model*. Dengan *Relative Valuation*, PER digunakan sebagai alat pembandingan dalam penilaian saham.

Pendekatan metode *Relative Valuation* ini mudah diterapkan pada perusahaan yang mempunyai banyak pembandingan di pasar modal, akan tetapi apabila pembandingnya kurang dari dua (2) perusahaan maka metode ini sulit diaplikasikan. Dalam *Relative Valuation*, nilai sebuah aset didasarkan pada bagaimana aset yang serupa dihargai.

Secara teori dapat dikatakan bahwa nilai suatu perusahaan yang ditunjukkan dengan sahamnya adalah akumulasi seluruh uang yang dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen sepanjang usia perusahaan, kemudian didiskontokan pada tingkat *discount rate* tertentu. Dengan asumsi jumlah dividen yang dibagikan selalu tetap, maka :

$$\text{Harga wajar} = \frac{Div}{r}$$

Dimana, Div = dividen; r = *required rate of return*

Metode *Dividend Discounted Model (DDM)* mempunyai kelemahan yaitu harga sahamnya diasumsikan konstan, padahal dalam kehidupan sehari-hari hampir tidak ada perusahaan yang harga sahamnya statis. Untuk mengatasi kelemahan ini model *DDM* tersebut dikembangkan menjadi *Constant Growth DDM* atau disebut juga *Gordon Growth Model* yang dinamakan sesuai penemunya Myron Gordon.

Rumusnya adalah

$$\text{Harga wajar} = \frac{Div}{r - g}$$

Dimana, Div = dividen; r = *required rate of return*; g = tingkat pertumbuhan dividen

Tabel berikut ini menampilkan penelitian terdahulu terkait dengan penilaian harga saham.

No.	Peneliti	Metode Yg Digunakan	Hasil
1	Mardiana (2009)	Penetapan harga saham untuk IPOs PT Bank DKI dengan <i>Free Cash Flow to Equity</i> dan <i>Relative Valuation</i>	Harga saham PT Bank DKI, dengan <i>FCFE</i> skenario Optimis Rp912, skenario normal Rp700 dan skenario pesimisRp557 sedangkan dengan <i>Relative Valuation</i> Rp1537 per lembar
2	Putra (2009)	Analisis Valuasi saham pada PT Indofood Sukses Makmur Tbk, PT Gudang Garam Tbk dan PT Unilever Tbk dengan <i>Discounted Cash Flow</i> , <i>Relative Valuation</i> dan CAPM	Harga saham dengan metode DCF INDF Rp258,45, GGRM Rp1980,17 dan UNVR Rp8157,79 dengan <i>Relative Valuation</i> : INDF Rp2032,61 GGRM Rp27423,61 dan UNVR Rp446,96 , dan dengan CAPM : INDF Rp214,60 GGRM Rp 2280,63 dan UNVR Rp2873,06
3	Nurbiyanto (2011)	Estimasi nilai wajar ekuitas pada PT Semen Baturaja (Persero) dalam rangka privatisasi dengan metode <i>FCFE</i> , <i>Relative Valuation</i> dan <i>Residual Income</i>	Estimasi nilai ekuitas PT Semen Baturaja (Persero) dengan <i>FCFE</i> Rp 3.649.867.000.000,- dengan metode <i>Relative Valuation</i> dengan multiples PER Rp4.025.169.000.000,- <i>Relative Valuation</i> dengan multiples PBV adalah Rp2.218.251.000.000,- <i>Relative Valuation</i> dengan P/S Ratio adalah Rp3.357.970.000.000,- serta metode <i>Residual Income</i> adalah Rp3.661.709.000.000,-
4	Gardner (2010)	Penilaian nilai ekuitas perusahaan Coca Cola menggunakan metode <i>FCFE</i> dengan model pertumbuhan supernormal	Nilai ekuitas Coca Cola sebesar \$ 161 milyar sedangkan nilai pasar aktualnya adalah sebesar Rp \$ 150 milyar pada tanggal 28 Desember 2010
5	Suharsono (2011)	Penilaian nilai pasar wajar saham PT Indofarma (Persero) Tbk dengan menggunakan metode <i>Discounted Cash Flow</i> dan <i>Relative Valuation</i>	Harga wajar saham INAF per 31 Oktober 2011, dengan metode <i>Discounted Cash Flow</i> adalah Rp133,43, sedangkan dengan metode <i>Relative Valuation</i> adalah Rp135,85. Harga pasar per 31 Oktober 2011 adalah Rp127,-

No.	Peneliti	Metode Yg Digunakan	Hasil
6	Purba (2011)	Penilaian harga wajar saham PT Kimia Farma (Persero) Tbk menjelang penerbitan saham baru tahun 2011. Metode yang digunakan adalah <i>Discounted Cash Flow</i> , <i>Free Cash Flow to the Firm Model</i> dan <i>Guideline Publicly Traded Company (PER, P/S dan PBV)</i>	Harga wajar saham KAEF dengan metode <i>Free Cash Flow to the Firm Model</i> adalah sebesar Rp144,48 dan dengan metode <i>Guideline Publicly Traded Company</i> untuk <i>multiple PER</i> sebesar Rp165,51, <i>P/S</i> sebesar Rp415,87 dan <i>PBV</i> sebesar Rp221,51

Sumber: diolah sendiri

Perbedaan penulisan ini dan penulisan sebelumnya adalah bahwa penulis: (1) menghitung harga wajar saham dengan menggunakan metode *Free Cash Flow to Equity (FCFE)*, *Relative Valuation* dan *Gordon Growth Model*; (2) Menghitung harga wajar saham yang mengakuisisi dan yang diakuisisi; (3) Menggunakan data laporan keuangan selama enam tahun dari 2007 – 2012 yang diambil dari situs resmi PT Kimia Farma (Persero) Tbk dan PT Indofarma (Persero) Tbk.

METODE

Penelitian ini dilakukan pada 2 (dua) Badan Usaha Milik Negara bidang farmasi yang terdaftar di BEI yaitu PT. Kimia Farma (Persero) Tbk dan PT. Indofarma (Persero) Tbk. Penelitian ini dilakukan mulai dari bulan Januari 2012 sampai dengan 31 Desember 2012, untuk mencari harga wajar saham kedua perusahaan tersebut pada tanggal 31 Desember 2012 dalam rangka akuisisi. Dalam penelitian ini hanya mencari satu harga wajar saham yang akan digunakan sebagai acuan dalam akuisisi/inbreng.

Penelitian ini menggunakan metode analisis deskriptif kuantitatif karena dalam penghitungan/penelitian menggunakan data – data kuantitatif yaitu data laporan keuangan dari masing-masing perusahaan. Data yang digunakan merupakan data sekunder sebagai berikut: (1) Laporan keuangan PT. Kimia Farma (Persero) Tbk dan PT. Indofarma (Persero) Tbk serta perusahaan pembanding, yaitu PT. Kalbe Farma Tbk dan PT Tempo Scan Pacific Tbk; (2) Data diambil dari situs resmi PT. Kimia Farma (Persero) Tbk dan Bursa Efek Indonesia; (3) Laporan keuangan yang digunakan adalah laporan keuangan enam tahun terakhir yang telah diaudit, yaitu tahun 2007 – 2012.

Alat analisis dalam penghitungan penilaian harga wajar saham menggunakan 3 (tiga) metode yaitu *Free Cash Flow to Equity*, *Relative Valuation* dan *Gordon Growth Model*. Langkah-langkah penilaian dengan menggunakan *Free Cash Flow to Equity Discount Model* adalah sebagai berikut:

Langkah pertama adalah menentukan tingkat pertumbuhan perusahaan. Menurut Damodaran (2002), ada beberapa cara untuk mengestimasi tingkat pertumbuhan yaitu:

1) Menggunakan *Arithmetic Average*

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

Dimana: g_t = tingkat pertumbuhan pada tahun t ; n = jumlah tahun

2) Menggunakan *Geometric Average*

$$\text{Geometric average} = -1 \left[\frac{\text{earning}_0}{\text{earning}_{-n}} \right]^{\left(\frac{1}{n}\right)}$$

Langkah kedua adalah membuat proyeksi laporan keuangan yaitu laporan laba rugi dan laporan neraca. 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.

Langkah ketiga adalah membuat proyeksi arus kas bebas ke ekuitas (FCFE). Menurut Stowe dkk (2007), FCFE adalah aliran kas yang tersedia untuk pemegang saham biasa perusahaan setelah semua biaya operasi, bunga dan setelah pembayaran kepada prinsipal dan investasi atas modal kerja dan modal tetap. Formula FCFE menurut Damodaran (2002) adalah:

$$\text{FCFE} = \text{Net Income} - (\text{Capex} - \text{Depreciation}) - (\text{Change in Non Cash Working Capital}) + (\text{New Debt Issued} - \text{Debt Repayment})$$

Langkah keempat adalah menentukan tingkat diskonto (*discount rate*). Tingkat diskonto yang digunakan adalah tingkat diskonto biaya modal yang digunakan oleh perusahaan atas biaya ekuitas. Penentuan biaya modal ekuitas (saham) ini menggunakan metode *Capital Asset Pricing Model* (CAPM).

$$\text{Persamaan CAPM adalah: } r = r_{RF} + \beta (r_{PM})$$

Keterangan: r = tingkat pengembalian yang diharapkan; r_{RF} = tingkat pengembalian aset bebas risiko; r_{PM} = tingkat pengembalian pasar yang diharapkan dikurangi tingkat pengembalian aset bebas risiko; β = beta individual sekuritas, dimana beta mengukur risiko sistematis, yaitu kepekaan tingkat pengembalian di atas tingkat pengembalian bebas risiko.

Langkah kelima adalah melakukan estimasi nilai, yaitu penjumlahan antara *present value* FCFE yang didiskontokan dengan biaya modal K_{ehg} 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

$$\text{Nilai Perusahaan} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1 + k_{ehg})^t} + \frac{Pn}{(1 + k_{est})^n}$$

dimana Pn (*terminal value*) umumnya dihitung dengan tingkat pertumbuhan yang tetap selamanya yaitu

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

Keterangan: FCFE = *Free Cash Flow to Equity*; P_n = harga pada saat setelah pertumbuhan tinggi (*terminal value*); $K_{e,hg}$ = biaya modal ekuitas pada *high growth*; g_n = tingkat pertumbuhan setelah *terminal value*.; $K_{e,st}$ = biaya modal ekuitas pada *stable growth*; r = *cost of equity*; Harga wajar saham = nilai perusahaan dibagi dengan jumlah lembar saham

Ada empat langkah yang diperlukan untuk menghitung nilai wajar saham berdasarkan metode *Relative Valuation*. Langkah pertama adalah pemilihan perusahaan pembanding didasarkan pada perusahaan yang memiliki kriteria relatif 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.

Langkah kedua adalah memilih multiple/faktor pengali perusahaan pembanding, yaitu :

- 1) *Price Earning Ratio (PER)* = $\frac{\text{Harga per lembar saham}}{\text{Earnings per lembar saham}}$
- 2) *Price to Book Value Ratio (PBV)* = $\frac{\text{Harga per lembar saham}}{\text{Nilai buku per lembar saham}}$
- 3) *Price to Sales Ratio (P/S)* = $\frac{\text{Nilai pasar ekuitas}}{\text{Pendapatan (Revenues)}}$

Langkah yang ketiga adalah melakukan perhitungan untuk menentukan besaran *multiple/faktor* pengali perusahaan pembanding. Perhitungan dilakukan dengan cara memasukkan data perusahaan pembanding (earning/laba bersih, nilai buku, penjualan) ke dalam formula *multiple/faktor* pengali yang telah ditentukan sebelumnya sehingga didapat besaran *multiple/faktor* pengalinya.

Langkah terakhir adalah melakukan estimasi nilai wajar saham/ekuitas perusahaan yang dilakukan dengan cara mengalikan rata-rata besaran *multiple/faktor* pengali *PER*, *PBV*, *P/S* perusahaan pembanding dengan earning/laba bersih, nilai buku, penjualan perusahaan yang dinilai.

Perhitungan harga wajar saham menggunakan metode *Gordon Growth Model* memerlukan 3 langkah yang harus dilakukan, yaitu menghitung *Cost of Equity* dengan pendekatan *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*, estimasi pertumbuhan dan *Value of Equity per Share*.

Langkah pertama adalah menentukan *Cost of Equity* yang merupakan tingkat pengembalian 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 (4-4) halaman 55 yaitu

$$r = r_{RF} + \beta (r_{PM})$$

Keterangan: r = tingkat pengembalian yang dipersyaratkan; r_{RF} = tingkat pengembalian aset bebas risiko; (r_{PM}) = tingkat pengembalian pasar yang diharapkan dikurangi tingkat pengembalian aset bebas risiko; β = Beta individual sekuritas

Langkah kedua adalah menentukan tingkat pertumbuhan yang dipergunakan sebagai dasar untuk memproyeksikan *revenue* dan *earnings*.

Estimasi pertumbuhan dapat dihitung sebagai berikut :

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

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

Keterangan: g = *Growth*; ROE = *Return on Equity*; DPR = *Dividend Payout Ratio*

Langkah ketiga adalah mencari atau menghitung *value of equity* yang digunakan untuk menentukan harga wajar saham perusahaan. *Value of equity* terdiri dari tiga unsur yaitu *dividend per share*, *cost of equity* dan *expected growth rate*. Perhitungan *value of equity* adalah sebagai berikut:

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

Keterangan: V_0 = *Fundamental Value*; D_0 = Dividen yang dibayarkan; g = *Dividend Growth Rate*; D_1 = Dividen yang diharapkan; r = *Required Rate of Return*

Rekonsiliasi nilai harga wajar saham dilakukan untuk mendapatkan satu harga wajar saham dari beberapa harga dengan metode yang berbeda. Rekonsiliasi dilakukan setelah harga wajar saham dari masing-masing metode didapat, kemudian melakukan pembobotan pada masing – masing indikasi nilai yang dihasilkan. Setelah bobot ditentukan maka bobot – bobot tersebut dikalikan dengan indikasi nilai wajar dari hasil perhitungan masing-masing metode penelitian sehingga didapatkan nilai wajar tertimbang untuk PT Kimia Farma (Persero) Tbk dan PT. Indofarma (Persero) Tbk.

Nilai saham yang didapat dengan menggunakan 3 (tiga) metode menghasilkan besaran yang berbeda, ada yang tinggi dan ada yang rendah sehingga diperlukan rekonsiliasi nilai. Rekonsiliasi nilai menghasilkan hanya satu nilai dengan rentang nilai sebesar 7,5 persen dari nilai yang diperoleh. Nilai rekonsiliasi dipakai sebagai acuan untuk investor, apakah akan melakukan aksi jual, beli ataupun menahan saham yang dimiliki. Pemerintah dapat menggunakan hasil rekonsiliasi tersebut untuk menghitung besaran modal yang akan diserahkan atau diakuisisi ke PT. Kimia Farma (Persero) Tbk.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Metode pertama yang digunakan pada penelitian ini untuk melakukan estimasi nilai wajar saham PT. Kimia Farma (Persero) Tbk dan PT. Indofarma (Persero) Tbk adalah dengan *Free Cash Flow to Equity Discount Model*. Metode ini merupakan salah satu bentuk dari *Discounted Cash Flow* (DCF) di mana estimasi nilai dilakukan dengan cara mendiskonto aliran kas ke ekuitas (*Free Cash Flow to Equity*) dan *terminal value* dengan biaya modal ekuitas. Nilai perusahaan berdasarkan *Free Cash Flow to Equity* adalah:

$$\text{Nilai Perusahaan} = \sum_{i=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1+k_{ehg})^t} + \frac{Pn}{(1+k_{est})^n}$$

Hasil perhitungan detail estimasi nilai wajar saham dapat dilihat pada Tabel 1 dan 2

Tabel 1. PT. Kimia Farma (Persero) Tbk
Estimasi Nilai Wajar Ekuitas
(dalam juta rupiah, kecuali *)

Uraian	Discount Rate	Proyeksi					
		2013	2014	2015	2016	2017	2018
FCFE	9,56 %	166,365	182,269	260,131	218,785	239,701	262,616
Asumsi pertumbuhan Konstan	5 %						
Terminal Value						1,855,947	
Total FCFE		166,365	182,269	260,131	218,785	2,095,648	
Cost of Equity	19,15 %						
Present Value FCFE		139,627	128,388	153,783	108,553	872,666	
Nilai Wajar Ekuitas per 30-12-2012		1,403,018					
Nilai Saham per lembar (Rp)*	253						

Sumber: Laporan Keuangan Perusahaan (data diolah sendiri), 2012

Penilaian harga wajar saham dengan metode *Relative Valuation* dimulai dengan mencari perusahaan pembanding. Pemilihan perusahaan pembanding dimulai dengan mencari perusahaan yang bergerak dalam industri yang sama dengan PT. Kimia Farma (Persero) Tbk dan PT. Indofarma (Persero) Tbk, yaitu perusahaan dibidang farmasi. Perusahaan yang bergerak dibidang farmasi dan sudah menjadi perusahaan terbuka terdapat 10 (sepuluh) perusahaan, dan yang terpilih untuk menjadi perusahaan pembanding adalah PT. Kalbe Farma Tbk dan PT. Temposcan Pacific Tbk. Kedua perusahaan tersebut dipilih sebagai pembanding karena harga saham keduanya tidak terlalu jauh berbeda dengan harga saham PT Kimia Farma (Persero) Tbk dan PT. Indofarma (Persero) Tbk, dan keduasaham tersebut aktif diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia.

Estimasi nilai wajar ekuitas PT. Kimia Farma (Persero) Tbk diperoleh dari penjumlahan nilai sekarang FCFE dan nilai kini terminal value yang didiskontokan dengan biaya modal ekuitas. Terminal value dicari dengan cara mencari FCFE tahun 2018, yaitu FCFE tahun 2017 dikalikan satu ditambah pertumbuhan pada saat tinggi (9,56 %) hasilnya adalah 262,616,518,088 kemudian dibagi dengan biaya modal ekuitas (19,15%) dikurangi pertumbuhan konstan (5%) sehingga diperoleh nilai Rp 1,855,947,124,300,-

Estimasi nilai wajar ekuitas PT. Kimia Farma (Persero) adalah jumlah nilai kini FCFE ditambah nilai kini terminal value sehingga menghasilkan indikasi nilai wajar

ekuitas Rp 1,403,017,638,888,-. Untuk memperoleh nilai wajar saham PT. Kimia Farma (Persero) Tbk, maka nilai wajar ekuotas sebesar Rp 1,403,017,638,888,- dibagi dengan jumlah saham yang beredar sebanyak 5554000000 lembar, sehingga didapat nilai wajar saham per 31 Desember 2012 adalah sebesar Rp 253,-.

Tabel 2. PT. Indofarma (Persero) Tbk, Estimasi Nilai Wajar Ekuitas (dalam juta rupiah, kecuali *)

Uraian	Discount Rate	Proyeksi					
		2013	2014	2015	2016	2017	2018
FCFE	5,45%	83,595	94,155	105,479	112,019	118,667	125,134
Asumsi Pertumbuhan Konstan	5 %						
Terminal Value						1,082,481	
Total Fcfe		83,595	94,155	105,479	112,019	1,201,149	
Cost Of Equity	16,56 %						
Present Value Fcfe		71,719	69,302	66,607	60,686	558,276	
Nilai Wajar Ekuitas Per 30 -12-2012	826,591						
Nilai Saham Per Lembar (Rp) *	267						

Sumber: Laporan Keuangan Perusahaan (data diolah sendiri), 2012

Untuk mencari tingkat pertumbuhan perusahaan pembanding dengan menggunakan *Geometric Mean*. Berdasarkan hasil perhitungan, tingkat pertumbuhan dua perusahaan pembanding adalah PT. Kalbe Farma Tbk sebesar 14,25 persen dan PT. Temposcan Pacific sebesar 16,24 persen, sedangkan tingkat pertumbuhan PT Kimia Farma (Persero) adalah sebesar 9,56 persen dan PT. Indofarma (Persero) Tbk adalah sebesar 5,45 persen.

Kinerja keuangan yang dijadikan sebagai pertimbangan untuk menentukan perusahaan pembanding ada dua, *Return on Asset (ROA)* dan *Return on Equity (ROE)* pada tahun 2012. Hasil perhitungan *ROA* dan *ROE* adalah PT. Kimia Farma (Persero) Tbk mempunyai *ROA* sebesar 8,77 persen dan *ROE* sebesar 12,04 persen; PT. Indofarma (Persero) Tbk mempunyai *ROA* sebesar 3,07 persen dan *ROE* sebesar 5,03 persen; PT. Kalbe Farma Tbk mempunyai *ROA* sebesar 14,58 persen dan *ROE* sebesar 17,53 persen; PT. Tempo Scan Pacific Tbk mempunyai *ROA* sebesar 11,68 persen dan *ROE* sebesar 15,33 persen.

Penentuan faktor multiple/pengali yang digunakan dalam rangka penilaian PT. Kimia Farma (Persero) Tbk dan PT. Indofarma (Persero) Tbk ada tiga yaitu : *Price Earning Ratio (PER)*, *Price to Book Value (PBV)* dan *Price to Sales Ratio (PSR)*. Dari perhitungan didapat hasil untuk *PER* sebesar 15,9, untuk *PBV* sebesar 3,1 dan untuk *PSR* sebesar 1,6. Setelah besaran faktor pengali diketahui maka penilaian nilai wajar saham dapat dilakukan dengan cara mengalikan faktor pengali dengan laba bersih, nilai buku dan pendapatan per lembar saham. Hasil perhitungannya untuk PT. Kimia Farma (Persero) Tbk adalah Rp643 (*PER*), Rp1.048,8 (*PBV*) dan Rp1.179,4,- (*PSR*). Hasil perhitungan untuk PT. Indofarma (Persero) Tbk adalah Rp229,- (*PER*), Rp894,- (*PBV*) dan Rp629,-

(PSR). Penilaian harga wajar saham dengan metode Gordon Growth langkah pertamanya adalah menentukan *Cost of Equity* dengan menggunakan pendekatan *CAPM*, diperoleh hasil untuk PT. Kimia Farma (Persero) Tbk adalah 19,15 persen dan untuk PT. Indofarma (Persero) Tbk adalah 16,56 persen.

Untuk perhitungan tingkat pertumbuhan (*growth*) diperoleh dengan menggunakan pendekatan *Growth in Earnings* dan menghasilkan angka sebesar 11,88 persen untuk PT. Kimia Farma (Persero) Tbk. Setelah *cost of equity* dan tingkat pertumbuhan diketahui maka estimasi penilaian harga saham dapat dilakukan dengan cara memasukkan ke dalam formula. Hasil dari perhitungan didapat harga saham pada pertumbuhan normal adalah Rp47,42,- dan pada saat pertumbuhan *constant* (nilai terminal) adalah Rp294,71,-. Sehingga untuk estimasi harga wajarnya adalah harga saham pada pertumbuhan normal ditambah dengan harga saham pada pertumbuhan *constant* diperoleh harga wajarnya sebesar Rp342,13,-.

Estimasi nilai wajar saham PT. Kimia Farma (Persero) Tbk dan PT. Indofarma (Persero) Tbk dengan menggunakan tiga metode di atas menghasilkan lima indikasi nilai yang berbeda. Namun tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui nilai wajar saham sehingga hanya ada satu indikasi nilai yang terbentuk, untuk itu perlu dilakukan rekonsiliasi atas indikasi nilai yang dihasilkan dari tiga metode di atas, hasil dari rekonsiliasi tersebut dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 3. Rekonsiliasi Nilai

No	Metode	Harga Saham	Bobot	Nilai Tertimbang
A Pt. Kimia Farma (Persero) Tbk				
1	<i>Free Cash Flow To Equity Discount Model</i>	253	20%	51
2	<i>Relative Valuation : Price Earning Ratio</i>	643	20%	129
3	<i>Relative Valuation : Price To Book Value</i>	1049	20%	210
4	<i>Relative Valuation : Price To Sales Ratio</i>	1179	20%	236
5	<i>Gordon Growth Model</i>	342	20%	68
Jumlah			100%	693
Nilai Wajar Saham				693
B Pt. Indofarma (Persero) Tbk				
1	<i>Free Cash Flow To Equity Discount Model</i>	267	20%	53
2	<i>Relative Valuation : Price Earning Ratio</i>	229	20%	46
3	<i>Relative Valuation : Price To Book Value</i>	894	20%	179
4	<i>Relative Valuation : Price To Sales Ratio</i>	629	20%	126
5	<i>Gordon Growth Model</i>	0	20%	0
Jumlah			100%	404
Nilai Wajar Saham				404

Sumber: Laporan Keuangan Perusahaan (data diolah sendiri), 2013

Rekonsiliasi nilai dimulai dengan melakukan pembobotan terhadap indikasi nilai dari masing-masing metode penilaian. Penentuan bobot terhadap masing – masing metode penilaian sangat subjektif, sehingga menurut pandangan kami bobot dari masing – masing penilaian adalah sama yaitu 20 persen. Nilai tersebut diperoleh dari angka 100% dibagi dengan 5 (lima) indikasi nilai. Setelah bobot ditentukan maka bobot-bobot tersebut dikalikan dengan indikasi nilai wajar dari hasil perhitungan masing-masing metode penilaian, sehingga didapatkan nilai wajar tertimbang ekuitas PT Kimia Farma (Persero) Tbk dan PT. Indofarma (Persero) Tbk.

Nilai tertimbang yang sudah didapatkan kemudian dijumlahkan untuk mendapatkan indikasi nilai wajar ekuitas PT. Kimia Farma (Persero) Tbk yaitu sebesar Rp 693,- dan PT. Indofarma (Persero) Tbk sebesar Rp 404.

Indikasi nilai wajar saham tidak bersifat absolut pada satu angka tertentu akan tetapi merupakan kisaran (rentang) nilai sehingga perlu dihitung batas atas dan batas bawah untuk menentukan rentang nilai. Berdasarkan ketentuan Ketua Bapepam dan LK angka 12 huruf e, batas atas dan batas bawah pada kisaran nilai, tidak boleh melebihi 7,5 persen dari nilai yang dijadikan acuan kisaran tersebut.

Berpedoman pada ketentuan tersebut, maka kisaran nilai yang masih dianggap wajar atas saham adalah $1 \pm 7,5$ persen dikalikan nilai wajar sahamnya. Untuk PT. Kimia Farma (Persero) Tbk untuk batasnya atas senilai Rp745,-sedangkan batas bawahnya senilai Rp641,-. Kisaran nilai yang masih dianggap wajar atas saham PT Indofarma (Persero) Tbk pada batas atas senilai Rp434,-dan batas bawahnya senilai Rp374,-. Sementara itu pada tanggal 31 Desember 2012 harga saham KAEF adalah sebesar Rp720 per lembar saham, sedangkan INAF sebesar Rp315 per lembar saham.

Dari perhitungan nilai wajar saham yang telah dilakukan dengan ketiga metode yaitu FCFE, Relative Valuation dan ordon Growth Model, untuk PT. Kimia Farma (Persero) Tbk hasil nilai saham yang paling tinggi adalah dengan menggunakan metode Relative Valuation setelah itu dengan metode FCFE dan yang terkecil perhitungan dengan Gordon Growth Model. Hasil perhitungan nilai saham PT. Indofarma (persero) Tbk yang paling tinggi adalah dengan Metode Relative Valuation setelah itu dengan metode Gordon Growth dan yang terkecil menggunakan metode FCFE.

Perhitungan dengan Relative Valuation menghasilkan nilai saham tinggi karena perhitungan tersebut menggunakan rasio harga saham perusahaan pembanding pada tanggal 31 Desember 2012 dimana ROA dan ROE sebagai dasar faktor multiple perusahaan pembanding mempunyai nilai yang lebih besar dibandingkan ROA dan ROE dari PT. Kimia Farma (Persero) Tbk dan PT. Indofarma (Persero) Tbk.

Perhitungan dengan FCFE menghasilkan nilai saham yang mendekatif nilai pasarnya, karena perhitungan nilai saham berdasarkan aliran kas yang tersedia untuk pemegang saham biasa setelah semua biaya operasi dibayarkan.

Perhitungan dengan Gordon Growth menghasilkan nilai saham relatif kecil, hal ini dikarenakan perhitungan nilai saham didasarkan pada besaran dividen yang dibagikan kepada pemegang saham. Perhitungan dengan metode ini mudah diterapkan apabila perusahaan tersebut mempunyai data dividen yang dibagikan.

Dari hasil perhitungan menggunakan ketiga metode diatas, untuk memudahkan para stakeholder menggunakan hasil perhitungan maka dilakukan rekonsiliasi atas nilai tersebut dan menghasilkan satu nilai harga wajar saham.

PENUTUP

Kesimpulan. Berdasarkan analisis yang telah dilakukan, maka dapat ditarik kesimpulan bahwa harga wajar saham per 31 Desember 2012 adalah untuk PT. Kimia Farma (Persero) Tbk sebesar Rp693,- dan untuk PT. Indofarma (Persero) Tbk sebesar Rp404,-. Nilai wajar saham tersebut di atas mempunyai rentang nilai untuk batas atas dan batas bawahnya yaitu untuk PT. Kimia Farma (Persero) Tbk dengan batas atas sebesar Rp745,- dan batas bawahnya sebesar Rp641,- dan untuk PT. Indofarma (Persero) Tbk dengan batas atas sebesar Rp434,- dan batas bawahnya sebesar Rp374,-. Nilai wajar saham yang diperoleh dari hasil perhitungan dengan menggunakan 3 (tiga) metode menghasilkan nilai wajar saham yang “*undervalued*” apabila dibandingkan dengan nilai pasarnya pada tanggal 31 Desember 2012 yaitu sebesar Rp720,- untuk KAEF dan “*Overvalued*” untuk INAF dimana harga pasarnya Rp315,-.

Kelebihan dari masing – masing metode cara penilaian harga wajar saham adalah *FCFE* dapat diterapkan pada semua perusahaan karena penilaian didasarkan pada aliran kas ke ekuitas; untuk *Relative Valuation*, lebih mudah diterapkan apabila perusahaan mempunyai perusahaan pembanding lebih dari 2 (dua) dalam bidang yang sama; dan untuk *Gordon Growth*, mudah digunakan pada perusahaan yang sering membagikan dividen, karena perhitungan ini menggunakan data dividen.

Bagi investor yang akan membeli saham PT. Kimia Farma (Persero) Tbk sebaiknya menggunakan harga saham Rp693,-. Calon investor yang akan membeli saham INAF disarankan menggunakan harga Rp315,-. Untuk Pemerintah yang akan menyertakan saham PT. Indofarma (Persero) Tbk kepada PT. Kimia Farma (Persero) Tbk sebaiknya menggunakan harga saham PT. Indofarma (Persero) Tbk seharga Rp404,- sebagai penghitungan harga saham PT. Indofarma (Persero) Tbk yang akan diserahkan (Inbreng) kepada PT. Kimia Farma (Persero) Tbk. Dengan harga tersebut tidak akan merugikan investor publik (masyarakat). Apabila PT. Kimia Farma (Persero) Tbk akan melakukan *Right Issue* (Penawaran Umum Terbatas, PUT) sebaiknya menggunakan harga rata-rata pasar selama 25 (dua puluh lima) hari seharga Rp730,- agar tidak merugikan pemegang saham publik.

Untuk penelitian lebih lanjut sebaiknya menggunakan data kuartalan karena observasinya akan lebih banyak sehingga akan meningkatkan akurasi dalam proyeksi untuk metode *FCFE* dan *Relative Valuation* dengan menggunakan lebih dari 2 (dua) perusahaan pembanding.

DAFTAR RUJUKAN

- Brigham, Eugene F. dan Ehrhardt, M.C., (2005). *Financial Management: Theory and Practice*, 11th Edition, Thomson, South Western.
- Damodaran, Aswath (2002). *Damodaran on Valuation, 2nd edition*, JohnWiley&Sons, Inc, New Jersey
- Djohansjah, Nugroho (2012). Analisis penilaian saham PT. Holcim Indonesia (Persero) Tbk untuk kepentingan go private, *Majalah Forum Keuangan* vol. II, Jakarta

- Erianda,Budi (2011). Penentuan Harga Wajar Saham PT. Telekomunikasi Indonesia, TBK dengan Metode Gordon Growth Model, *Tesis*. tidak dipublikasikan Universitas Gunadarma - Jakarta
- Gardner, John C, Mc Gowan, dan Moeller Susan E., (2012). Valuing Coca Cola Using The Free Cash Flow to Equity Valuation Model, *Journal of Business & Economics Research* – November 2012, volume 10, number 11, New Orleans
- Hartono, Jogiyanto (2012). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, edisi ke 2, BPFE, Yogyakarta
- Hidayati, Wahyu dan Harjanto, (2003). *Konsep Dasar Penilaian Properti*, edisi pertama, BPFE – Yogyakarta
- Jones Charles P, Sidharta Utama, Budi Frensidy,Irwan Adi Ekaputra, dan Rachman Untung Budiman (2009), *Investment Analysis and Management (An Indonesian Adoption)*, Wiley- Salemba Empat -Jakarta
- Kartomo, Rengganis (2008). Transformasi Penerapan Model Nilai Wajar (Fair Value) dan Implikasinya, *Makalah Seminar MEP UGM*, Yogyakarta.
- Koller, Tim, Marc Goedhart dan David Wessels, (2005). *Valuation: Measuring and Managing The Value of Companies, Fourth Edition*, John Wiley & Sons, Inc, New Jersey
- Mardiana, Dian (2009). Analisis Nilai Harga Saham Perdana PT Bank DKI, *Tesis* tidak dipublikasikan Universitas Gunadarma - Jakarta
- Miller, Jr Edwin, (2010). *Mergers and Acquisitions*, New Jersey
- Nurbiyanto (2011). Estimasi Nilai Wajar Ekuitas PT. Semen Baturaja (Persero) dalam rangka Privatisasi Tahun 2011, *Tesis* tidak dipublikasikan, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, UGM
- Putra (2009). Analisis Valuasi Saham pada PT Indofood Sukses Makmur Tbk, PT Gudang Garam Tbk dan PT Unilever Tbk, *Tesis* tidak dipublikasikan Universitas Gunadarma, Jakarta
- Purba,Hendra Jan, Sadarmo (2011). Estimasi Nilai Wajar Saham PT Kimia Farma Tbk dalam rangka Penawaran Saham Baru Tahun 2011, *Tesis* tidak dipublikasikan, UGM,Yogyakarta
- Ross, Stephen A, Westerfield Randolph W, danJordan Bradford D., (2009). *Pengantar Keuangan Perusahaan*, Mc Graw Hill Salemba Empat
- Suharsono (2011). Estimasi Nilai Pasar Wajar Saham PT. Indofarma Tbk dalam rangka akuisisi oleh PT Kimia Farma Tbk Tahun 2012, *Tesis* tidak dipublikasikan UGM, Yogyakarta
- Stowe, John D, Robinson, Tomas R., Pinto, Jerald E.McLeavy, Dennis W., (2007). *Equity Asset Valuation*, Jhon Wiley & Sons, Inc. New Jersey.
- Sengai, Pandey (2010). AAMJF vol 6 (1), 89 – 108 *Equity Valuation Using Price Multiples: Evidence from India*