

## **ANALISIS NILAI WAJAR SAHAM PUBLIK DALAM TENDER OFFER (Studi Kasus PT Bentoel Internasional Investama Tbk) (Analyze Fair Value of the stock price for Tender Offer )**

**Herlita\***

### **ABSTRACT**

*The purpose of this research is to analyze Fair Value of the stock price of PT Bentoel Internasional Investama Tbk. for tender offer after the acquisition from British American Tobacco. The Discounted Cash Flow/DCF Method of the Income Approach used for calculation within the Free Cash Flow to The Equity/FCFE Model.*

**Keywords:** *Fair Value, Tender Offer, Income Approach, Discounted Cash Flow, Free Cash Flow to Firm.*

### **PENDAHULUAN\***

Saat ini Otoritas Bursa terus mengamati berbagai tindakan korporasi atau transaksi *business interest* yang banyak dilakukan oleh perusahaan, baik perusahaan Terbuka (Tbk) maupun Tertutup (Ttp, *closely held company*), dalam bentuk transaksi jual-beli secara umum (*common buy-sell transaction*), penggabungan dan akuisisi (M&A), divestasi, privatisasi, *spin-off*, *tender offer*, dan lain-lain. Untuk transaksi dan tindakan korporasi dengan tujuan tersebut, secara obyektif perusahaan maupun investor memerlukan opini tentang nilai dari *business interest* tersebut.

Nilai tersebut bisa didapat dari harga yang ada dipasar saham, nilai dari fundamental perusahaan, maupun nilai yang ditentukan

sendiri oleh investor. Penilaian tersebut digunakan untuk menentukan harga saham yang ada saat ini apakah *undervalued* atau *overvalued*. Dari banyaknya transaksi jual-beli yang ada di pasar saham dapat dilihat bahwa peran pembeli dan penjual dalam menentukan harga saham masih cenderung lebih besar daripada penentuan harga saham berdasarkan nilai fundamentalnya. Ada beberapa metode yang dilakukan dalam menilai suatu saham, namun untuk kasus seperti *tender offer* yang akan peneliti nilai harga sahamnya diperlukan perlakuan khusus karena dalam proses tender offer adanya pemegang saham yang menolak atas suatu tindakan (*corporate action*) yang dilakukan oleh pemegang saham mayoritas (SPI 2.3.14.1).

---

\* Herlita. Dosen Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Jakarta

Dalam hal ini peneliti mengambil contoh kasus PT. Bentoel Internasional Investama Tbk. dalam hal *acquisitions* (akuisisi). Salah satu tujuan

Manajemen BAT menetapkan harga *tender offer* di level Rp873 per saham. Harga *tender offer* jauh lebih besar daripada harga rata-rata perdagangan harian 90 hari terakhir sebelum 17 Juni, yang sebesar Rp543 per saham. Dari penjelasan tersebut, masalah penelitian ini adalah adanya Kemungkinan

dilakukan akuisisi adalah untuk menyelamatkan perusahaan dari kepailitan dan hal tersebut umum terjadi pada perusahaan-perusahaan di Indonesia.

Kerugian yang semakin besar apabila tidak dilakukan penilaian terhadap PT. Bentoel Internasional Investama Tbk pada saat tender offer, jika harga saham ditentukan dibawah nilai wajar, maka pihak minoritas akan mengalami kerugian dengan tidak diperolehnya nilai wajar.

## ANALISA DATA

### A. Bahan penelitian

Bahan penelitian ini adalah data sekunder berupa laporan tahunan dari laporan keuangan PT Bentoel yang telah diaudit tahun 2005-2008. Data pendukung diperoleh dari berbagai sumber. Untuk data kuantitatif yang dipergunakan untuk perhitungan DCF diperoleh dari situs [www.damodaran.com](http://www.damodaran.com), [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com), [www.idx.com](http://www.idx.com) dan [www.bi.go.id](http://www.bi.go.id). Sementara data kualitatif pendukung analisis diperoleh dari [www.ptbentoel.co.id](http://www.ptbentoel.co.id).

### B. Jalannya penelitian

Proses penelitian untuk menilai PT Bentoel dapat dijelaskan sebagai berikut.

1. Pengumpulan data-data sekunder berupa: laporan neraca, laporan rugi laba dan laporan arus kas periode 2005-

2008 beserta data pendukung lainnya.

2. Pengelolaan dan menyesuaikan data laporan keuangan dengan cara pengecekan dan pengelompokan agar memudahkan pelaksanaan proyeksi.
3. Menghitung *ratio financial* dari data laporan keuangan tahun 2005-2008 sebagai dasar melakukan proyeksi.
4. Memproyeksikan laporan keuangan berdasarkan metode *weighted moving average* (WMA).
5. Menghitung *net investment in operating capital* untuk menentukan besarnya *free cash flow* dalam masa proyeksi.
6. Menentukan tingkat pertumbuhan setelah setahun terminal, yang diasumsikan akan selalu konstan.
7. Menghitung *free cash flow* untuk tahun setelah tahun terminal.

8. Menghitung *discount rate*, yang digunakan untuk mendiskon *free cash flow*, pada setiap tahun proyeksi dan pada tahun terminal.
9. Menghitung nilai sekarang dari semua *cash flow* pada setiap

tahun proyeksi dan tahun terminal.

10. Menghitung nilai wajar perusahaan dengan menjumlahkan semua nilai sekarang tersebut.

1. Estimasi neraca dan laporan rugi laba tahun 2009-2010. Estimasi neraca dan rugi laba tahun 2009-2010 merupakan langkah awal untuk melakukan estimasi terhadap *free cash flow* tahun 2009-2010. Berdasarkan hasil penghitungan dengan menggunakan *weighted moving average* maka didapat estimasi penjualan bersih selama periode proyeksi serta akun-akun yang ada didalam laporan keuangan

### C. Penilaian PT Bentoel dengan Pendekatan Pendapatan

tersebut. Proyeksi tersebut dibatasi hanya untuk dua tahun karena menghindari bias nya proyeksi untuk tahun-tahun selanjutnya.

2. Estimasi *free cash flow* 2009-2010. Berdasarkan hasil estimasi akun-akun neraca dan rugi laba tahun 2009-2010 maka dapat dihitung estimasi *free cash flow* tahun 2009-2010. Hasil estimasi *free cash flow* ini dapat dilihat sebagai berikut:

Tabel 3.2  
Proyeksi *free cash flow* tahun 2009-2010

Uraian	2008	2009F	2010F
EBIT	244,177,185,546	219,982,222,033	235,416,633,009
Beban Pajak	(5,039,304,547)	(19,995,160,571)	(20,546,131,118)
Laba Sesudah Pajak	249,216,490,093	239,977,382,604	255,962,764,128
(+) Depresiasi	95,400,241,586	85,622,088,734	88,881,473,018
( - ) Capital Expenditure	(517,483,857,805)	(386,066,281,381)	(429,872,140,189)
(+ -) Modal kerja Bersih		301,418,710,724	228,741,675,982
(+ -) Utang Jangka Panjang		-	-
<b>Free Cash Flow</b>	<b>66,270,754,873</b>	<b>440,938,962,144</b>	<b>358,584,274,830</b>

3. Estimasi tingkat pertumbuhan konstan. Asumsi yang digunakan dalam penilaian bisnis atau saham adalah bahwa subyek perusahaan yang dinilai bersifat *on going*, yaitu perusahaan hidup terus. Berdasarkan asumsi ini maka arus kas bebas yang dikonversi menjadi

nilai kini adalah arus kas selama dihasilkan oleh perusahaan. Oleh karena itu proyeksi arus kas bersih dibagi 2, yaitu periode waktu spesifik atau waktu tetap dan periode waktu kekal. Nilai perusahaan adalah nilai kini dari arus kas periode waktu tetap

ditambah nilai kini arus kas bebas waktu kekal (*terminal value*) (Ruky

4. Menghitung biaya hutang (*cost of debt*). Hutang yang dimiliki PT Bentoel adalah kredit modal kerja dengan kreditor Bank Central Asia sebesar Rp297,237,602,558; dan Bank Mandiri sebesar Rp33,784,011,239; kedua bank tersebut memberikan hutang jangka pendek, tetapi untuk hutang jangka panjang yang jatuh tempo dalam tahun 2008 adalah sebesar Besaran pajak untuk menentukan *cost of debt* setelah pajak berdasarkan tarif pajak yang berlaku adalah 30 persen, sehingga

5. Menghitung biaya ekuitas (*cost of equity*). Ekuitas yang dimiliki oleh PT Bentoel adalah sebesar Rp1,730,200,574,890; sehingga

#### 6. Penentuan risk free rate ( $R_{RF}$ )

Penggunaan suku bunga sertifikat bank Indonesia sebagai dasar tingkat pengembalian aset bebas resiko dilakukan dengan pertimbangan bahwa sebagian investor yang memiliki saham tidak mengharapkan pengembalian dari

#### 7. Perhitungan *discount rate*

Perhitungan *discount rate* menggunakan *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) pada dasarnya mengasumsikan biaya modal rata-rata

1999: 158).

Rp2,714,285,708;. Hutang jangka panjang diberikan oleh Bank BRI dan Bank NISP dengan total hutang jangka panjang sebesar Rp10,580,359,157;. dan hutang obligasi sebesar Rp1,344,596,235,631 dengan tingkat persentase 10.50 persen pertahun dari perhitungan *cost of debt* PT Bentoel maka didapat rata-rata persentase pertahun sebesar 12.06 persen.

*cost of debt* dapat dihitung sebagai berikut.

$$\begin{aligned} R_D &= \text{pretax rate} * (1 - \text{tax rate}) \\ &= 12.06\% * (1 - 30\%) = \\ &8.44\% \end{aligned}$$

dapat dihitung persentase dari ekuitas sebagai berikut:

$$\begin{aligned} R_E &= R_{RF} + (R_{PM}) * \beta \\ &= 6.5\% + (7.88\%) * 0.63 \\ &= 11.46\% \end{aligned}$$

saham tersebut yang berupa deviden, namun

mengharapkan adanya kenaikan harga saham dari harga awal yang dibelinya sehingga bisa diperoleh keuntungan. Tingkat suku bunga sertifikat bank Indonesia saat ini adalah sebesar 6,5 persen.

tertimbang sebagai *discount rate*. Berdasarkan analisis yang telah didapatkan, maka *discount rate* yang dipergunakan dalam penilaian ini adalah sebagai berikut.

Tabel 3.4  
Discount rate dengan metode WACC

	Komposisi Biaya	Bobot	Suku Bunga	
Equity	1,730,200,574,890	83.51%	11.46%	9.57%
Debt	341,601,973,396	16.49%	12.06%	1.39%
	2,071,802,548,286	WACC		10.97%
WACC = (ke x we) + kd(1-T)wd				
ke	= biaya ekuitas		11.46%	
we	= prosentase ekuitas dalam invested kapital	83.51%		
kd	= biaya (tingkat bunga hutang)	12.06%		
wd	= prosentase hutang dalam struktur kapital	16.49%		
T	= tingkat bunga perseroan	30%		
Penentuan cost of equity				
1	Rate free Risk		6.5%	
2	Risiko sistematis			
	Beta ( B )	0.63		
	Risiko Pasar (Rm-Rf)		7.88%	
	Total cost of equity		11.46%	

Discount rate yang didapat dari *cost of equity* sebagai pengali untuk *free*

*cash flow* yang didapat adalah sebesar 11.46 persen.

Perhitungan Nilai Wajar PT Bentoel Tbk.

Nilai perusahaan adalah nilai sekarang (*present value*) dari arus kas yang diharapkan dihasilkan oleh perusahaan di masa datang.

1. Menghitung *Total present value* dari setiap estimasi *free cash flow* pada tahun proyeksi 2009-2010 untuk per tanggal 1 Agustus 2009.

$$\begin{aligned} FCF_{2011} &= FCF_{2010} * (1+g) \\ &= 358,584,274,830 * \\ &(1+6\%) \\ &= \\ &4,771,310,604,522 \end{aligned}$$

3. Menghitung *terminal value* dengan rumus.

$$\text{Terminal Value of Aset} = \frac{FCF_{2011}}{ke-g}$$

ke-g

2. Menghitung *free cash flow* tahun terminal dengan rumus.

$$\begin{aligned} &= 4,771,310,604,522 / (11.46\% - \\ &6\%) \\ &= 3,621,469,114,847 \end{aligned}$$

4. Menghitung present value dari *terminal value*.

Dengan menggunakan *cost of equity* (ke) 11.46 persen maka *present value* dari *terminal value* per tanggal 1 Agustus 2009 adalah sebagai berikut.

$$\begin{aligned} PV \text{ Terminal Value} &= \frac{\text{Terminal Value}}{(1 + ke/12)^{65}} \\ &= \frac{4,771,310,604,522}{(1 + 11.46\% /12)^{29}} \\ &= 3,621,469,114,847 \end{aligned}$$

5. Menghitung Nilai Wajar dengan cara menjumlahkan *present value* dari total *present value* FCF 2009 – 2010 dengan *present value* dari *terminal value*. Dari perhitungan tersebut (Lampiran 5) maka didapat saham minoritas mempunyai nilai per lembar saham per 1 Agustus 2009 adalah Rp1.291; penghitungan tersebut tidak menggunakan *minority interest* seperti yang biasa digunakan untuk perhitungan saham minoritas, tetapi perhitungan

tersebut menggunakan premi kendali sebagai penambah dari saham minoritas sebesar 100 persen, hal tersebut dilakukan dengan asumsi untuk *tender offer* tersebut saham minoritas mempunyai premi kendali yang besar dikarenakan British American Tobacco (BAT) sebagai pemegang saham mayoritas menginginkan saham minoritas tersebut agar kepemilikan BAT atas saham PT Bentoel Internasional Investama Tbk bisa mencapai 100 persen agar *go private* sebagai tujuan dari kepemilikan saham tersebut bisa terlaksana. Dari pihak manajemen PT Bentoel akan dirugikan apabila saham sebesar 14,47 persen tersebut masih ada ditangan publik maka pihak manajemen masih harus mengeluarkan biaya untuk *listing* di bursa saham, serta kinerja perusahaan masih bisa diketahui oleh publik sehingga ekspansi apa nantinya yang akan dilaksanakan pihak mayoritas yakni BAT untuk PT Bentoel tersebut masih akan diketahui oleh publik.

## PENUTUP

Berdasarkan analisis data pada bab sebelumnya, hasil yang dapat disimpulkan dari penelitian ini adalah sebagai berikut.

1. Harga saham PT Bentoel Internasional Investama Tbk. saat ini yang diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia maupun

saat penawaran *tender offer* bila dibandingkan dengan nilai wajar yang didapat dari hasil penilaian pada tanggal 1 Agustus 2009 dengan menggunakan metode *discounted cash flow* (DCF) maka harga saham PT Bentoel mengalami *undervalued*.

2. Hasil estimasi nilai wajar saham PT Bentoel Internasional Investama Tbk. dengan menggunakan metode *discounted cash flow* pada tanggal 1 Agustus 2009 adalah sebesar Rp1,258,891,156,441; (satu triliun dua ratus lima puluh

delapan miliar delapan ratus sembilan puluh satu juta seratus lima puluh enam ribu empat ratus empat puluh satu rupiah), dan nilai wajar per lembar sahamnya adalah sebesar Rp1,291; (seribu dua ratus sembilan puluh satu rupiah).

#### DAFTAR PUSTAKA

- Bounduelle, Yann, 2007, "Deals and Valuation", *Paper for Merger and Acquisition Seminar, 2007 Internal Seminar for other members firms of Price Waterhouse Coopers*, United Kingdom.
- Brigham, Eugene. F. and Michael C. Ehrhardt, 2005, *Financial Management, Theory and Practice*, International Student Edition, Thomson, South Western, Ohio.
- Butler, J Peter and Pinkertor, A Keith, 2007, "Quantifying Company-Specific Risk: A New, Empirical Framework With Practical Applications", *Business Valuation Update BVR*.
- Chaplinsky, Susan, 2000, "*Methods of Valuation for Merger and Acquisitions*", University of Virginia Darden School Foundation.
- Christianto, W., 2009, "Penilaian PT Indo Farma (Persero) Tbk Dalam Rangka Privatisasi", *Tesis*, Program Pascasarjana, Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta.
- Damodaran, Aswat, 2002, *Investment Valuation*. Second Edition. John Wiley @ Son, Inc.
- \_\_\_\_\_, Aswat, 2009, "Country Default Spreads and Risk Premiums". Stren School of Business. [www.damodaran.com](http://www.damodaran.com). New York
- Fakhrudin, M Hendy, 2008, *Istilah Pasar Modal*, PT Elex Media Komputindo, Jakarta.
- Fernando, Liano, 2009, "The Weighted Average Cost of Capital (WACC) for Firm Valuation Calculation", *International Research Journal of Finance and Economics*, Vol.2, 28.
- Komite Penyusun Standar Penilaian Indonesia, 2007, *Standar Penilaian Indonesia 2007*, MAPPI, Jakarta.
- Largay, James A and Weaver, Samuel C, 2009, "The Proposed Financial Reporting Overhaul and Business Valuation", *Management Accounting Quarterly Winter*, Vol.10, No.2, 24.
- Pratt, Shanon dan Alina V.Niculita, 2008, *Valuing a Business*;

- The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*, The McGraw-Hill Companies, Inc, USA.
- Prawoto, Agus, 2004. *Penilaian Usaha*, BPFE Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta.
- Ruky, Saiful M, 1999, *Menilai Penyertaan Dalam Perusahaan*, PT Gramedia Pustaka Umum, Jakarta.
- Sartono, R. Agus, 2001, *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*, Edisi 4. BPFE, Yogyakarta.
- Skjeltorp, Johannes and Naes, Randy, 2006, "Is The Market Microstructure of Stock Markets Important?". *Economic Bulletin*, 3/06 (vol. 77) 123-132.
- Tambunan, Andy Porman, 2007. *Menilai Harga Wajar Saham*, PT Elex Media Komputindo, Jakarta.
- Utomo, R., 2008, "Analisis Nilai Pasar Wajar Saham PT Central Proteinaprima Tbk Pasca Akuisisi PT Dipasena Citra Darmaja", *Tesis*, Program Pascasarjana, Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta.
- Wallace, Marsha, 2008, " Stock Valuation Using Fair-Value Accounting Data", *Bank Accounting and Finance*, Vol. April-May, 11.
- Yi, Myung C, 2008, " Stock Valuation And Accounting Performances Effects of Financially Troubled Banks Acquired By Foreign Investors", *Journal of International Business and Economics*, Vol.8, No.2.
- Yu, Lei, and Saar, Gideon, 2002, "Information Asymetry about Thr Firm and Permanent Price Impact of Trade: Is There a Connection?". *The Stren of Business*, New York University.
- Financial reports PT Bentoel Internasional Investama Tbk  
[Http://www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com),  
Historical Price, 1 Agustus 2009.  
[www.bi.go.id](http://www.bi.go.id)  
[www.damodaran.com](http://www.damodaran.com)  
[www.danareksa.com](http://www.danareksa.com)  
[www.ptbentoel.co.id](http://www.ptbentoel.co.id)