

**VALUASI HARGA SAHAM PT. BANK NEGARA INDONESIA (PERSERO), TBK
DENGAN *DISCOUNTED EARNINGS APPROACH* DAN *PRICE TO BOOK VALUE
RATIO***

Josua Panatap S Simorangkir¹

and

Panubut Simorangkir²

ABSTRACT

This study was conducted to determine the intrinsic value or valuation of stock prices of BNI by Discounted Earnings Approach Method and Price to Book Value Ratio. This study uses a top-down analysis approach where the approach starts with the macroeconomics analysis, industry analysis and then proceed with the analysis of the company, analysis of financial projections for the next few years and then analyzes the determination of the intrinsic value of companies with different basic assumptions gained through the process of company visit to the company. The results of calculations with the Discounted Earnings Approach valuation indicates that the intrinsic value of stock BBNI today is Rp. 4.589, while using the Price to Book Value Ratio obtained results of Rp 4.504. Comparing these results with the closing price of Rp 3.825, showed that serve targeted in the current stock is undervalued.

Keywords: Valuasi, Nilai Intrinsik, Nilai Pasar, *Discounted Earnings Approach*, *Price to Book Value*, *Undervalued*.

¹ Research Manager PT Finansial Bisnis Informasi

² Senior Lecturer at Asian Banking Finance and Informatics Institute Perbanas

VALUASI HARGA SAHAM PT. BANK NEGARA INDONESIA (PERSERO), TBK DENGAN *DISCOUNTED EARNINGS APPROACH* DAN *PRICE TO BOOK VALUE RATIO*

Pendahuluan

Fenomena yang terjadi pada triwulan pertama 2011 ialah sedang bergairahnya kondisi pasar modal Indonesia dengan trend yang positif. Ini dibuktikan dengan angka indeks bursa efek Indonesia yang mencetak rekor baru dengan berada diposisi 4,003.6910. Hal ini tentunya memacu kenaikan harga saham-saham yang diperdagangkan dibursa efek Indonesia. Menurut para pengamat pasar modal, kenaikan yang terjadi pada harga saham di bursa merupakan akibat dari sentimen positif dari pulihnya perekonomian di Eropa dan derasnya modal asing yang masuk ke Indonesia, yang berarti meningkatnya kepercayaan investor asing terhadap Indonesia. Di tengah harga-harga saham yang sudah *booming*, tentunya akan terasa sulit bagi calon investor maupun investor untuk mengetahui apakah saham-saham tersebut masih layak dikoleksi atau tidak. Oleh karena itu, maka diperlukan suatu alat yang dapat membantu dalam menilai harga wajar saham suatu perusahaan apakah layak dibeli atau tidak.

Valuasi merupakan alat yang sangat penting dalam menilai harga wajar saham suatu perusahaan secara akurat berdasarkan kondisi perusahaan dan faktor-faktor yang mempengaruhi kinerja perusahaan. Investor perlu mengetahui nilai instrinsik saham tersebut sebelum mengambil keputusan. Dengan asumsi bahwa dalam jangka waktu yang panjang, pasar adalah rasional dan ketidakwajaran dalam harga saham akan dihilangkan melalui mekanisme pasar (*arbitrage*), maka nilai saham pada akhirnya akan kembali pada nilai wajarnya. Oleh sebab itu, hasil dari valuasi secara fundamental bisa dijadikan acuan untuk pertimbangan yang lebih objektif untuk pengambilan keputusan investasi yang rasional.

Pendekatan valuasi yang pertama kali diperkenalkan ialah teknik valuasi dengan *Discounted Earning Approach*. Hal ini dikarenakan perusahaan berusaha untuk mendapatkan pendapatan. Dengan kata lain, pendapatan merupakan acuan bagi pemilik maupun investor untuk melihat perkembangan perusahaan di masa datang. Hal ini berarti nilai sebuah perusahaan ditentukan oleh seberapa besar pendapatan yang dicapai oleh perusahaan.

Industri keuangan merupakan salah satu industri yang saham-sahamnya sangat diminati oleh publik selain industri pertambangan. Industri perbankan bisa dikatakan sebagai jantung jasa keuangan. Hal ini karena industri keuangan merupakan motor penggerak roda perekonomian sebuah negara. Beberapa bank besar masuk kedalam kategori saham unggulan LQ45 dan volumenya sering diperdagangkan. Bank-bank tersebut ialah Bank Mandiri (BMRI), Bank Central Asia (BBCA), Bank Rakyat Indonesia (BBRI), dan Bank Negara Indonesia (BBNI).

Menjadi tantangan tersendiri dalam valuasi industri keuangan, karena dalam industri keuangan cenderung mendapat regulasi yang ketat didalamnya dan pendapatannya yang tergantung kepada pihak ketiga terutama pembayaran kredit yang tidak tepat waktu. Untuk mengatasi kesulitan dalam menilai perusahaan keuangan, maka diperlukan pendekatan valuasi yang cocok dalam menilai perusahaan. Pendekatan *earnings* memenuhi kedua persyaratan tersebut sehingga pendekatan ini merupakan pendekatan yang ideal untuk menilai perusahaan jasa keuangan, khususnya perbankan.

Untuk meneliti valuasi saham pada perusahaan yang bergerak di bidang jasa keuangan, penelitian ini mengambil studi kasus pada Bank Negara Indonesia (BNI). BNI merupakan bank pertama yang didirikan dan dimiliki oleh pemerintah Indonesia. Pada tahun 1996, BNI menjadi bank BUMN pertama yang melaksanakan *Initial Public Offering* (IPO) atau Penawaran Umum

Saham Perdana dengan mencatatkan 25% sahamnya di Bursa Efek Jakarta. Pada tahun 2011, BNI dinobatkan sebagai *The Rising Star Banking Service Excellence 2011*. BNI dinilai sebagai bank yang mengalami peningkatan kualitas layanan paling pesat selama setahun terakhir. Penghargaan ini diberikan oleh lembaga riset Marketing Research Indonesia (MRI), berdasar survei yang dilakukan di Jakarta, Denpasar, Lampung, Makassar, dan Malang. Penilaian kualitas layanan meliputi beberapa komponen penilaian, yaitu satpam, *customer service*, *teller*, peralatan *banking hall*, kenyamanan ruangan, toilet, ATM, telepon, *phone banking officer*, *phone banking mesin*, *SMS banking*, dan *internet banking*. Selain itu, Berdasarkan data publikasi dari Bank Indonesia tahun 2011, BNI adalah bank terbesar ke-4 di Indonesia berdasarkan dari jumlah aktiva dan kredit, yaitu senilai Rp 233, 538 triliun berdasarkan aktiva dan Rp 132,431 triliun berdasarkan kredit. Selain itu, BNI juga mempunyai pergerakan harga saham yang mengikuti pergerakan IHSG ditambah dengan tantangan yang terdapat dalam industri perbankan. Pergerakan saham BNI mengikuti nilai IHSG, setelah sempat terpuruk pada akhir 2008 dengan harga Rp 680 per 31 Desember 2008, saham BNI bisa kembali naik ke harga Rp 1.980 per 31 Desember 2009, dan naik kembali ke harga Rp 3.875 per 08 Juli 2011 Hal-hal tersebut diatas menjadikan BNI menarik untuk dihitung nilai intrinsik sahamnya.

Tujuan Penelitian

Adapun tujuan penelitian paper ini sebagai berikut:

- a. Menentukan nilai intrinsik dari harga saham BNI berdasarkan metode *Discounted Earnings Approach*.
- b. Menentukan nilai intrinsik dari harga saham BNI berdasarkan metode *Price to Book Value Ratio*
- c. Membandingkan nilai intrinsik tersebut dengan harga pada bursa/pasar modal sehingga diharapkan dapat menjadi acuan bagi para investor dan manajemen BNI dalam mengambil keputusan investasi atas saham BNI.

Tinjauan Teori

Menurut Manurung (2011), dalam melakukan valuasi atau penilaian atas sebuah saham perusahaan, ada beberapa pendekatan yang dapat digunakan, diantaranya adalah pendekatan *earnings*, dan pendekatan dividen. Dari berbagai pendekatan valuasi tersebut, pendekatan yang pertama kali diperkenalkan ialah pendekatan pendapatan (*earnings*), karena pada dasarnya perusahaan akan selalu berusaha untuk mendapatkan pendapatan. Dan dasar dari pendekatan *earnings* adalah *present value*, di mana nilai dari *earnings* adalah nilai masa kini (*present value*) dari ekspektasi *earnings* di masa yang akan datang yang dihasilkan oleh perusahaan.

Pendekatan *earnings* sendiri memiliki berbagai varian metode yang dapat digunakan. Secara umum, ada empat metode yang berkaitan dengan pendekatan pendapatan (*earnings*), yaitu metode pendekatan *discounted earnings*, pendekatan EBITDA, pendekatan PER, dan pendekatan *free cash flow*.

Discounted Earnings Approach

Menurut Manurung (2011), pendekatan valuasi dengan metode ini mengandung prinsip *going concern*. Dengan kata lain, dalam pendekatan ini diasumsikan bahwa perusahaan akan tetap menjalankan operasinya di masa yang akan datang dan tetap berusaha untuk menghasilkan

earnings. Dengan kata lain, nilai dari sebuah perusahaan dipengaruhi oleh seberapa besar perusahaan dapat menghasilkan *earnings* di masa mendatang. Dan hal itu mengakibatkan, apabila investor maupun calon investor ingin berinvestasi maka mereka harus menilai *earnings* perusahaan tersebut pada masa kini. Adapun perhitungan valuasi dari perusahaan sebagai berikut:

$$P_0 = (E_1 / (1 + r)^1) + (E_2 / (1 + r)^2) + (E_3 / (1 + r)^3) + \dots + (E_n / (1 + r)^n) \dots \dots (1)$$

Dimana

- P_0 = Harga saham pada periode 0
- E_n = Pendapatan perusahaan pada periode ke n, n = 1,2,3,...
- r = Biaya Modal Perusahaan / WACC

Estimasi Tingkat Diskonto

Dalam melakukan valuasi dengan pendekatan *discounted earnings approach*, diperlukan tingkat diskonto (*discount rate*) yang digunakan untuk mengubah nilai arus kas masa depan menjadi nilai masa kini (*present value*). Tingkat diskonto yang digunakan dalam metode perhitungan *discounted earnings approach* ialah *weighted average cost of capital* (WACC).

Cost of Fund

Cost of Fund (K_d) adalah biaya yang harus dibayar perusahaan akibat meminjam dana dalam bentuk hutang. Pada umumnya biaya tersebut dibayar dalam bentuk bunga (*interest*) yang besarnya tergantung dari tingkat suku bunga yang diminta oleh kreditor. Besar tingkat suku bunga yang dikenakan pada perusahaan biasanya mempertimbangkan dua faktor utama, yaitu tingkat suku bunga yang berlaku di pasar dan resiko gagal bayar (*default risk*) perusahaan. Karena suatu perusahaan dapat mempunyai lebar dari satu pinjaman dengan tingkat suku bunga yang berbeda-beda, maka *cost of fund* biasanya diukur sebagai rata-rata tertimbang dari seluruh biaya pinjaman perusahaan.

Cost of Equity

Cost of Equity (K_e) adalah tingkat pengembalian hasil yang diharapkan oleh investor ketika menanamkan modal dalam bentuk ekuitas pada perusahaan. Cara yang paling umum digunakan untuk menghitung *cost of equity* adalah dengan menggunakan metode *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Berikut ini adalah rumus yang digunakan untuk menghitung *cost of equity* (K_e) dengan CAPM:

$$K_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f) \dots \dots \dots (2)$$

Berdasarkan rumus di atas, ada 3 data yang diperlukan sebagai input untuk CAPM, yaitu: *Risk free rate* (R_f)

Risk free rate adalah tingkat pengembalian hasil (*return*) pada investasi yang dinilai tidak beresiko. Pada umumnya, acuan yang digunakan untuk *Risk free rate* adalah surat hutang pemerintah (*treasury bills*) yang kemungkinan gagal bayarnya dinilai sangat kecil.

Beta (β)

Beta mengukur sensitivitas saham perusahaan terhadap resiko sistematis. Pada CAPM, resiko sistematis didefinisikan sebagai resiko pasar secara keseluruhan. Sejalan dengan konsep hubungan antara resiko dengan tingkat pengembalian hasil (*return*), maka *beta* juga dapat dikatakan mengukur keterkaitan antara tingkat *return* saham perusahaan dengan tingkat *return* pasar.

Risk Premium ($R_m - R_f$)

Risk Premium adalah perbedaan antara tingkat pengembalian hasil rata-rata dari pasar dengan tingkat pengembalian hasil rata-rata dari investasi bebas resiko (*risk free*). Menurut

Damodaran (2002), tingkat *risk premium* antara tiap negara dapat berbeda-beda karena adanya perbedaan keadaan ekonomi, resiko politik, dan struktur pasar. Dalam perhitungan CAPM, perbedaan tingkat resiko antar negara dapat diakomodasi dengan menambahkan *country risk premium*, yaitu tambahan *premium* sebagai kompensasi atas resiko yang unik atau khusus pada suatu negara.

Weighted Average Cost Of Capital

Weighted Average Cost Of Capital (WACC) adalah rata-rata tertimbang atas seluruh biaya modal perusahaan yang meliputi biaya hutang (*cost of debt*) dan biaya ekuitas (*cost of equity*). Berikut ini adalah rumus yang digunakan untuk menghitung WACC:

$$WACC = \left[K_e \times \frac{E}{(D+E)} \right] + \left[K_d \times (1-T) \times \frac{D}{(D+E)} \right] \dots\dots\dots (3)$$

Keterangan:

K_e = Cost of Equity

K_d = Cost of Debt

T = Tax rate

$\frac{E}{(D+E)}$ = Proporsi Ekuitas

$\frac{D}{(D+E)}$ = Proporsi Hutang

Relative Valuation

Pendekatan valuasi sekuritas dengan menggunakan *relative valuation* pada dasarnya adalah membandingkan nilai suatu aset atau saham relatif terhadap nilai aset atau saham yang sejenis. Dalam valuasi sekuritas, perbandingan tersebut biasanya dilakukan dengan membandingkan dengan suatu faktor atau akun tertentu dalam laporan keuangan perusahaan. Contoh faktor atau akun dalam laporan keuangan perusahaan yang umum digunakan sebagai faktor perhitungan *multiplies* adalah *earning per share* (EPS), *book value of equity*, *sales*, dan lain-lain.

Salah satu model *relative valuation* yang paling sering digunakan adalah model *price-to-book value ratio* (PBV). Model ini menggunakan *book value multiples*, yang didapatkan dengan cara membagi nilai ekuitas dengan jumlah saham yang beredar.

PBV *ratio* banyak digunakan oleh analis-analis khususnya pada industri perbankan sebagai *relative valuation*. Nilai buku sebuah bank disadari oleh banyak analis sebagai indikator yang baik dalam penilaian *intrinsic value*-nya, karena kebanyakan aset-aset bank berupa obligasi atau *commercial loans* sebuah bank nilainya sama dengan nilai bukunya (Reilly dan Brown 2006).

Berikut ini adalah rumus yang digunakan untuk menghitung PBV:

$$PBV = \frac{P_0}{BV} \dots\dots\dots (4)$$

Keterangan:

P_0 = Harga saham

BV = Book Value of Equity

Metodologi Penelitian

Kerangka dasar pemikiran dalam penelitian pada penulisan paper ini didasarkan dari analisis perencanaan saham oleh investor yang bertujuan untuk mengetahui nilai wajar atau nilai intrinsik suatu saham dengan menggunakan metode valuasi yang sesuai. Analisis dimulai dengan melakukan analisis fundamental dengan cara menganalisis laporan keuangan perusahaan, dan melakukan proyeksi terhadap laporan keuangan dan neraca perusahaan selama beberapa tahun serta melakukan analisis pendukung yaitu analisis kondisi makro-global, kondisi industri, dan kondisi internal perusahaan. Setelah melakukan analisis fundamental, maka dilanjutkan dengan melakukan perhitungan valuasi saham dengan metode yang telah ditentukan yaitu metode *Discounted Earnings Approach* dan *Price to Book Value Ratio*. Hasil dari perhitungan valuasi saham tersebut akan dibandingkan dengan harga saham yang sebenarnya terdapat pada Bursa Efek Indonesia (BEI) sehingga dapat ditarik kesimpulan, saran dan akhirnya dapat digunakan oleh investor maupun calon investor sebagai acuan dalam mengambil keputusan.

Metode Pemilihan Perusahaan

Metode pemilihan perusahaan yang dilakukan pada penulisan tesis ini ialah dengan metode *purposive sampling / non probability sampling*, yang berarti bahwa dalam penelitian ini, pemilihan PT. Bank Negara Indonesia, Tbk (Persero) dilakukan dengan tidak menghiraukan prinsip-prinsip probabilitas, dan hanya melihat unsur-unsur yang dikehendaki dari data yang sudah ada dan dengan maksud tertentu. Perusahaan tersebut dipilih dan dijadikan studi kasus dalam penelitian ini karena saham perusahaan tersebut merupakan salah satu saham yang sering diperdagangkan dengan volume besar. Dan hasil penelitian ini nantinya tidak berlaku untuk perusahaan lain.

Sumber Data dan Periode Penelitian

Sumber data yang digunakan ialah data sekunder, karena diperoleh secara tidak langsung dengan berbagai media. Adapun data – data tersebut ialah:

- a. Laporan Keuangan dan Laporan Tahunan PT. Bank Negara Indonesia, Tbk (Persero) dalam kurun waktu 2006 - 2010
- b. Data harga saham PT. Bank Negara Indonesia, Tbk (Persero) dengan kode saham BBNI selama empat tahun (2006 – 2010).
- c. Data Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dengan kurun waktu yang sama seperti harga saham (2006 – 2010) agar dapat diperbandingkan kinerja saham perusahaan yang diteliti dengan harga saham secara umumnya sehingga dapat dijadikan acuan.
- d. Data-data variabel ekonomi makro seperti tingkat suku bunga Bank, Sertifikat Bank Indonesia (SBI), tingkat inflasi, tingkat pertumbuhan ekonomi, dan nilai tukar rupiah.

Tahapan Perhitungan

Adapun tahap perhitungan penelitian ini sebagai berikut:

- a. Melakukan analisis ekonomi makro global yang mempunyai pengaruh bagi perusahaan yang diteliti.
- b. Melakukan analisis industri yang sesuai dengan industri pada perusahaan yang diteliti, yaitu analisis industri perbankan. Analisis industri dilakukan berdasarkan teori Michael Porter tentang *five forces model of competition*, analisis industri perbankan, dan rasio-rasio perbankan yang digunakan.

- c. Melakukan analisis perusahaan disertai dengan rasio-rasio keuangan dan proyeksi terhadap laporan keuangan berdasarkan proyeksi kondisi perekonomian dan rasio-rasio keuangan tersebut.
- d. Melakukan perhitungan *cost of equity*.
- e. Melakukan perhitungan valuasi nilai saham dengan metode *Discounted Earnings Approach* dan *Price to Book Value Ratio*.

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Analisis Ekonomi Makro Global

Perekonomian global pada bulan Agustus 2011 masih dibayang-bayangi dengan masalah utang khususnya masalah utang di Eropa dan Amerika. Awal Agustus 2011, Presiden Amerika Serikat Barack Obama menandatangani Rancangan Undang-Undang yang mengesahkan batas maksimum penambahan utang baru Amerika Serikat (*debt ceiling*). Penandatanganan naskah RUU tersebut bisa mencegah Amerika terhindar dari status gagal bayar utang (*default*). Jumlah batas utang baru maksimum yang ditetapkan yaitu sebesar US\$ 2,1 triliun. Jumlah Utang AS sebelum ditetapkannya batas utang baru tersebut yaitu sebesar US\$ 14,3 triliun. Dengan demikian, adanya kesepakatan batas utang baru, jumlah utang AS naik menjadi sekitar US\$ 16,4 triliun. Dengan kondisi ini pemerintah AS tidak boleh menerbitkan utang lagi melebihi batas yang sudah ditetapkan, hingga Kongres menyetujui kenaikan limit utang yang baru.

Berbeda dengan S&P yang telah menurunkan rating utang AS, lembaga pemeringkat internasional Fitch Ratings, mengungkapkan bahwa peringkat utang AS tetap berada di posisi AAA. Menurut Fitch, prospek jangka panjang dan jangka pendek AS masih stabil. Penegasan Sovereign rating Amerika Serikat yang tetap pada posisi AAA mencerminkan fakta bahwa pilar utama kredibilitas Amerika Serikat masih utuh, karena mempunyai peran penting dalam sistem keuangan global. Fitch mengungkapkan bila anggota kongres tidak dapat membuat kemajuan dalam menyepakati langkah-langkah pengurangan defisit anggaran, bisa saja peringkat utang Amerika Serikat menurun.

Sama halnya dengan keputusan Fitch rating, lembaga pemeringkat utang Moody's sejauh ini belum berencana menurunkan rangking utang Amerika Serikat. Dalam penilaian Moody's AS masih memiliki karakter AAA. Namun tidak menutup kemungkinan Moody's menurunkan peringkat utang AS jika rencana pemerintah mengurangi defisit anggaran tidak berjalan.

Pertumbuhan lapangan kerja di Amerika tersendat bulan Agustus, membuat angka pengangguran tetap berada pada 9,1 persen. Laporan Kementerian Tenaga Kerja AS menunjukkan tidak ada tambahan lapangan kerja untuk bulan Agustus, dibanding dengan tambahan 85.000 lapangan kerja untuk bulan Juli. Laporan untuk bulan Agustus ini adalah yang paling lemah dalam hampir setahun terakhir. Perusahaan ragu untuk merekrut pekerja baru karena khawatir bahwa pertumbuhan ekonomi yang sangat lamban akan mengimbas penjualan dan keuntungan mereka. Pertumbuhan ekonomi lamban karena lemahnya pembelanjaan konsumen yang merupakan pendorong utama kegiatan ekonomi Amerika.

Kepercayaan konsumen Amerika jatuh pada bulan Agustus ke level terendah dalam lebih dari dua tahun karena dampak dari perdebatan politik atas kesepakatan defisit anggaran. Indeks kepercayaan konsumen merosot ke level 44,5 pada bulan Agustus 2011 dari level sebelumnya di 59,2 pada bulan Juli 2011.

Beda halnya dengan AS, lembaga pemeringkat Moody's menurunkan peringkat utang Jepang dari Aa3 menjadi Aa2. Dalam pernyataan resminya lembaga ini menyatakan meski perekonomian Jepang terhitung stabil tetapi ada kekhawatiran di sisi defisit dan tingkat

pinjaman. Peringkat diturunkan karena defisit anggaran yang besar dan peningkatan hutang pemerintah Jepang sejak resesi global 2008.

Ekonomi Jepang saat ini masih berupaya untuk pulih akibat krisis ekonomi global tahun 2008. Tetapi upaya itu diperberat akibat gempa dan tsunami pada bulan Maret 2011, dan pembangunan kembali pasca bencana membebani pertumbuhan dan keuangan negara. Pertumbuhan ekonomi Jepang mengalami pertumbuhan negatif pada triwulan II tahun 2011 yaitu turun 0,3% dari kuartal sebelumnya. Secara kuartalan, PDB Jepang sudah mengalami kontraksi selama 3 kuartal terakhir. Sedangkan secara tahunan, PDB Jepang pada kuartal II-2011 tercatat berkontraksi 1% dari kuartal yang sama tahun 2010. Pertumbuhan ekonomi Jepang cukup berlawanan dengan negara-negara Asia lainnya yang secara umum masih mencatatkan pertumbuhan ekonomi yang positif, hal ini menunjukkan bahwa pemulihan ekonomi Jepang makin tertinggal dari negara Asia lainnya. Masih terdapat kekhawatiran tentang peningkatan pinjaman dan pengeluaran Jepang akan terkuras untuk pembangunan kembali pasca tsunami.

Pertumbuhan ekonomi China pada triwulan II tahun 2011 mengalami sedikit perlambatan. Pertumbuhan ekonomi di Cina turun menjadi 9,5 persen pada kuartal kedua 2011 setelah tumbuh 9,7 persen pada kuartal pertama. Asian Development Bank (ADB) mengungkapkan bahwa lemahnya ekonomi di luar Cina dan pengetatan moneter diperkirakan akan menurunkan pertumbuhan Cina ke tingkat yang lebih berkelanjutan sebesar 9,6 persen untuk sepanjang tahun 2011 dan 9,2 persen pada 2012. Perekonomian di kawasan industri baru seperti Hong Kong, Cina; Republik Korea dan Taipei, Cina yang sangat tergantung pada perdagangan diperkirakan juga akan kembali tumbuh pada tingkat yang lebih berkelanjutan karena melemahnya lingkungan eksternal yang mengakibatkan turunnya ekspor.

Analisis Keuangan Perusahaan

Berdasarkan Tabel 1, pendapatan bunga bersih selalu meningkat dari tahun ke tahun. Pada tahun 2007, pendapatan bunga bersih mengalami penurunan dibandingkan pada tahun 2006 yang mengakibatkan penurunan dalam laba bersih perusahaan. Tapi hal ini dapat diperbaiki oleh perusahaan yang berupaya untuk meningkatkan kinerjanya pada tahun 2008 hingga tahun 2010 yang mengakibatkan naiknya laba bersih perusahaan pada tahun 2008-2010. Pada tahun 2008, pendapatan bunga bersih meningkat sebesar 32,73% dibandingkan dengan tahun 2007. Pada tahun 2009, pendapatan bunga bersih BNI kembali mengalami peningkatan menjadi Rp 11,1 triliun, dimana perolehan ini lebih tinggi 12,32% jika dibandingkan pada tahun 2008 yang dapat menghasilkan Rp 9,9 triliun. Peningkatan ini pun kembali terjadi pada tahun 2010, dimana penghasilan bunga bersih BNI meningkat menjadi Rp 11,7 triliun dengan persentase kenaikan sebesar 5,27% jika dibanding dengan pada tahun 2009.

Meskipun pendapatan operasional lainnya pada tahun 2008 mengalami penurunan sebesar 14,07%, tetapi BNI mampu menunjukkan kinerja yang baik dengan menghasilkan kenaikan sebesar 21,02% pada tahun 2009 dan 64,4% pada tahun 2010. Hal itu terjadi seiring dengan meningkatnya pendapatan provisi dan komisi yang dihasilkan oleh BNI. Sama halnya dengan pendapatan operasional lainnya, beban operasional lainnya juga mengalami penurunan sebesar 5,22% pada tahun 2008. Akan tetapi, pada tahun 2009 dan 2010, beban operasional lainnya mengalami kenaikan yang sebesar 10,56% menjadi Rp 7,9 triliun pada tahun 2009 dan 20,67% menjadi Rp 9,6 triliun pada tahun 2010.

Pendapatan sebelum penyisihan kerugian yang tercatat meningkat 56,92% menjadi sebesar Rp 6,2 triliun pada tahun 2008, dari Rp 3,9 triliun pada tahun 2007. Kenaikan dari pendapatan sebelum penyisihan ini pun terus berlanjut pada tahun 2009 dan 2010. Pada tahun 2009, pendapatan sebelum penyisihan BNI mengalami peningkatan sebesar 19,32% dan kembali berlanjut pada tahun 2010 dengan peningkatan sebesar 22,87% sebesar Rp 1,7 triliun.

Laba bersih pada tahun 2008 tercatat sebesar Rp 1,22 triliun, meningkat sebesar 36,1% dibandingkan laba bersih pada tahun 2007. Pada tahun 2009, laba bersih BNI mengalami peningkatan yang signifikan sebesar 103,27% menjadi Rp 2,4 triliun yang dihasilkan oleh peningkatan pendapatan bunga dan operasional. Hal itu pun sejalan dengan yang terjadi atas laba bersih per saham BNI. Laba bersih per saham meningkat menjadi Rp 266 di tahun 2010, Rp 163 di tahun 2009, Rp 80 di tahun 2008 dan Rp 64 di tahun 2007.

Tabel 1: Ringkasan Laporan Laba Rugi BNI tahun 2007 s/d 2010

LABA RUGI (MILIAR)	2006	2007	2008	2009	2010
Pendapatan Bunga	15,044	14,878	16,628	19,447	18,837
Beban Bunga	(7,667)	(7,410)	(6,716)	(8,314)	(7,117)
Pendapatan Bunga Bersih	7,337	7,468	9,912	11,133	11,720
Pendapatan Operasional lainnya	2,861	4,130	3,549	4,295	7,061
Pendapatan Operasional	10,238	11,598	13,461	15,428	18,781
Beban Operasional Lainnya	(6,258)	(7,626)	(7,228)	(7,991)	(9,643)
Pendapatan sebelum penyisihan	3,980	3,972	6,233	7,437	9,138
Beban Penyisihan Kerugian atas Aktiva Produktif	(1,319)	(2,704)	(4,359)	(4,051)	(3,629)
Pendapatan Operasional Bersih	2,661	1,268	1,874	3,386	5,509
Laba sebelum Pajak Penghasilan	2,840	1,481	1,932	3,444	5,485
Pajak Penghasilan	(911)	(579)	(706)	(957)	(1,382)
Laba setelah Pajak Penghasilan	1,929	902	1,226	2,487	4,103
Laba bersih	1,926	898	1,222	2,484	4,102
Laba (Rugi) Bersih Per Saham (Rp)	145	64	80	163	266

Sumber: Laporan Tahunan BNI tahun 2007-2010

Pada Tabel 2 dapat dilihat bahwa perusahaan memiliki kinerja yang baik selama tahun 2006-2010. Hal ini dapat dilihat dengan selalu bertumbuhnya pinjaman yang diberikan yang meningkatkan nilai total aktiva serta simpanan nasabah yang memberi kontribusi kenaikan terhadap total liabilitas. Pada tahun 2008 total aktiva tumbuh sebesar 10,04% menjadi Rp 201,7 triliun, dari Rp 183,3 triliun di tahun 2007 yang disebabkan oleh peningkatan sebesar Rp 23 triliun pada pinjaman yang diberikan dari Rp 88,7 triliun di tahun 2007 menjadi Rp 112,0 triliun di tahun 2008. Total aktiva kembali tumbuh sebesar 12,7% pada tahun 2009, dimana diakibatkan adanya peningkatan giro dan penempatan pada bank lain dan BI. Dan pada akhirnya tumbuh sebesar 9,27% pada tahun 2010 menjadi Rp 248,58 triliun, dari Rp 227,49 triliun di tahun 2009 yang disebabkan karena adanya peningkatan pinjaman yang diberikan.

Jumlah obligasi Pemerintah turun sebesar Rp 2,1 triliun menjadi sebesar Rp 34,7 triliun pada tahun 2008 dan selanjutnya turun sebesar Rp 3,7 triliun menjadi Rp 31 triliun pada tahun 2009. Akan tetapi pada tahun 2010, jumlah obligasi pemerintah yang dimiliki oleh BNI mengalami peningkatan sebesar 4,89% menjadi Rp 32,5 triliun atau mengalami peningkatan sebesar Rp 1,5 triliun jika dibandingkan dengan tahun sebelumnya.

Total simpanan nasabah BNI dari tahun 2007 hingga 2010 selalu mengalami peningkatan yang signifikan. Pada tahun 2010, total simpanan nasabah BNI meningkat sebesar Rp 5,9 triliun menjadi Rp 194,3 triliun dibandingkan tahun sebelumnya. Peningkatan inipun terjadi pada tahun-tahun sebelumnya. Pada tahun 2009, BNI dapat meningkatkan simpanan nasabah sebesar 15,5% menjadi Rp 188,4 triliun menjadi Rp 163,2 triliun yang didukung oleh kenaikan pada deposito berjangka yang tumbuh 23,1% menjadi Rp 84,5 triliun dari Rp 68,7 triliun di tahun 2008 dan Rp 55,0 triliun di tahun 2007. Demikian pada tahun 2008, dimana BNI dapat

meningkatkan simpanan nasabahnya sebesar 11,6% dari Rp 146,18 triliun pada tahun 2007 menjadi Rp 163,16 triliun.

Saldo laba ditahan tercatat meningkat tiap tahunnya dari Rp 2,6 triliun di tahun 2008 menjadi Rp 4,6 triliun pada tahun 2009, dan menjadi Rp 7,3 triliun pada 2010. Hal itu tentunya meningkatkan jumlah ekuitas yang tercatat naik dari Rp 15,4 triliun menjadi Rp 19,1 triliun, pada tahun 2009 dan menjadi Rp 33,1 triliun pada tahun 2010.

Tabel 2 Ringkasan Neraca BNI tahun 2007 s/d 2010

NERACA (MILIAR)	2006	2007	2008	2009	2010
Total Aktiva	169,416	183,342	201,741	227,497	248,580
Surat-Surat Berharga	4,956	16,201	9,874	19,198	13,181
Pinjaman yang diberikan	66,460	88,651	111,994	120,843	136,357
Obligasi Pemerintah	41,227	36,701	34,655	31,039	32,556
Simpanan Nasabah	135,797	146,189	163,164	188,468	194,375
Pinjaman yang diterima dan Surat Berharga yang Diterbitkan	5,544	7,578	9,886	6,831	6,901
Pinjaman Subordansi	2,239	934	-	-	-
Total Kewajiban	154,597	166,094	186,279	208,322	215,431
Ekuitas	14,794	17,220	15,431	19,144	33,120

Sumber: Laporan Tahunan BNI tahun 2007-2010

Berbeda dengan Tabel 2, Tabel 3 menggambarkan bagaimana posisi asset, kredit, serta dana pihak ketiga dari Bank Negara Indonesia (Persero), Tbk (BNI) diantara bank-bank BUMN lainnya. Berdasarkan asetnya, pada triwulan ketiga, posisi BNI masih dibawah Bank Mandiri dan Bank BRI. Bank BNI menghasilkan aset sebesar Rp 390,3 triliun. Angka ini masih dibawah angka pesaing-pesaing BNI, seperti Bank Mandiri dengan Rp 448,3 triliun dan Bank BRI dengan Rp 390,36 triliun.

Berdasarkan total kreditnya, pada triwulan ketiga, posisi BNI masih berada dibawah Bank Mandiri dan Bank BRI baik itu dari sisi total kredit maupun persentase total kredit terhadap pangsa pasar. Bank BNI menghasilkan sebesar Rp 154,67 triliun atau sama dengan 7.44% dari total pangsa pasar. Angka ini masih dibawah angka pesaing-pesaing BNI, seperti Bank Mandiri dengan Rp 257,77 triliun (12.40%) dan Bank BRI dengan Rp 276,29 triliun (13.29%).

Begitu pula dengan posisi DPK dari BBNi terhadap bank BUMN lainnya. Dapat dilihat bahwa pada triwulan ketiga, posisi BNI masih berada dibawah Bank Mandiri dan Bank BRI baik itu dari sisi total dana pihak ketiga maupun persentase total dana pihak ketiga terhadap pangsa pasar. Bank BNI mampu meraih Rp 198.63 triliun atau sama dengan 7.81% dari total pangsa pasar. Angka ini masih dibawah angka pesaing-pesaing BNI, seperti Bank Mandiri dengan Rp 338,07 triliun (13.28%) dan Bank BRI dengan Rp 309,77 triliun (12.17%).

Tabel 3 Tabel posisi Bank BUMN berdasarkan Aset, Kredit, DPK.

Nama Bank	ASET 31/12/2010	% Terhadap Pangsa Pasar	ASET 30/9/2011	% Terhadap Pangsa Pasar	KREDIT 31/12/2010	% Terhadap Pangsa Pasar	KREDIT 30/9/2011	% Terhadap Pangsa Pasar	DPK 31/12/2010	% Terhadap Pangsa Pasar	DPK 30/9/2011	% Terhadap Pangsa Pasar
Bank Mandiri	410,619	13.65	448,313	13.30	217,809	12.33	257,770	12.40	332,728	14.23	338,074	13.28
BRI	395,396	13.14	390,361	11.58	241,020	13.65	276,299	13.29	328,779	14.06	309,776	12.17
BNI	241,169	8.02	258,969	7.68	132,431	7.5	154,674	7.44	189,351	8.1	198,639	7.81
BTN	68,334	2.27	76,063	2.26	51,458	2.91	59,295	2.85	47,547	2.03	52,833	2.08

Sumber: Statistik Perbankan Indonesia

Rasio Keuangan

Berdasarkan Tabel 4, dapat dilihat bahwa meskipun rasio kewajiban penyediaan modal minimum (CAR) pada tahun 2007 mengalami peningkatan sebesar 0,40% dibandingkan dengan tahun 2006. Meskipun pada tahun 2008 mengalami penurunan dari 15,7% pada tahun sebelum menjadi 13,5%, akan tetapi perusahaan mampu meningkatkan rasio kewajiban penyediaan modal minimum (CAR) agar sedikit meningkat dari 13,5% di tahun 2008 menjadi 13,8% di tahun 2009. Dan pada tahun 2010, CAR BNI kembali mengalami peningkatan menjadi 18,6% setelah pada tahun 2009 berada di 13,8%.

Rasio *Non Performing Loan* (NPL) (gross) dan NPL (net) selalu mengalami penurunan dalam setiap tahunnya. Meskipun pada tahun 2006, NPL bruto dan NPL netto berada diposisi yang cukup tinggi yaitu 6,60% dan 1,90%, akan tetapi pada tahun-tahun selanjutnya perusahaan dapat menurunkan rasio NPL bruto dan netto. Hal ini dapat dilihat dengan Rasio NPL (gross) menurun sedikit dari 8,2% di tahun 2007 menjadi 5,0% di tahun 2008. Hal itu pun terjadi pula di tahun-tahun selanjutnya dimana rasio NPL (gross) menjadi 4,7% di tahun 2009 dan 4,3% di tahun 2010. Sementara itu, NPL (net) turun dari 4,0% pada tahun 2007 menjadi 1,7% di tahun 2008. Dan penurunan tersebut berlanjut hingga tahun 2009 dimana rasio NPL (net) menjadi 0,8%, meskipun harus naik pada tahun 2010 menjadi 1,1%. Hal ini tentunya merupakan suatu gambaran bahwa BNI tetap mempertahankan kinerja penyelesaian kasus kredit bermasalah.

Peningkatan laba bersih memiliki pengaruh yang signifikan terhadap naiknya *Return on Asset* (ROA). Pada tahun 2008, ROA tercatat sebesar 1,1%, naik dari 0,9% di tahun 2007. Kenaikan tersebut terus berlanjut hingga tahun 2010. Hal ini dapat dilihat pada tahun 2009 dan 2010 dimana ROA tercatat mencapai 1,7% dan 2,5%. Peningkatan laba bersih juga berdampak pada *Return on Equity* (ROE), yang meningkat cukup signifikan dari 9,0% di tahun 2008 menjadi 16,3% di tahun 2009 dan bahkan mencapai 24,7% pada tahun 2010.

Sedangkan, *Net Interest Margin* (NIM) mengalami pasang surut setiap tahunnya. Setelah tercatat mengalami kenaikan sebesar 1,3% menjadi 6,3% pada tahun 2008 jika dibandingkan pada tahun 2007. Akan tetapi, NIM mengalami penurunan sebesar 0,3% dari NIM di 2008 sebesar 6,3% menjadi 6,0% dan menjadi 5,8% pada tahun 2010.

Rasio BOPO selalu mengalami penurunan setiap tahunnya. Pada tahun 2008, rasio BOPO menurun dari 93% pada tahun 2007 menjadi 90,2%. Demikian pula dengan tahun-tahun selanjutnya. Pada tahun 2009, rasio BOPO mengalami penurunan sebesar 5,3% menjadi 84,9% dibanding dengan tahun sebelumnya dan turun kembali menjadi 76% pada tahun 2010. Hal ini menggambarkan kinerja perusahaan yang selalu melakukan efisiensi terhadap biaya operasionalnya agar semakin kompetitif.

Sama halnya dengan NIM, *Loan to Deposit Ratio* (LDR) juga mengalami pasang surut setiap tahunnya. LDR sedikit mengalami penurunan dari 68,6% di tahun 2008 menjadi 64% di tahun 2009 setelah tahun sebelumnya mengalami peningkatan dari 60,6% menjadi 68,6% atau

naik sebesar 8% pada tahun 2008. Akan tetapi pada tahun 2010, LDR mengalami kenaikan menjadi 70,2% atau naik sebesar 6,1% dibandingkan tahun 2009.

Tabel 4 Tabel Ikhtisar Rasio Keuangan BNI Tahun 2006 s/d 2010

RASIO KEUANGAN	2006	2007	2008	2009	2010
Rasio Kewajiban Penyediaan Modal Minimum (CAR)	15.30%	15.7%	13.5%	13.8%	18.6%
NPL Bruto	10.50%	8.2%	5.0%	4.7%	4.3%
NPL Netto	6.60%	4.0%	1.7%	0.8%	1.1%
ROA	1.90%	0.9%	1.1%	1.7%	2.5%
ROE	22.60%	8.0%	9.0%	16.3%	24.7%
NIM	5.20%	5.0%	6.3%	6.0%	5.8%
BOPO (Biaya Operasi/Pendapatan Operasional)	84.90%	93.0%	90.2%	84.9%	76.0%
Pinjaman terhadap Jumlah Simpanan (LDR)	49.20%	60.6%	68.6%	64.1%	70.2%

Sumber: Laporan Tahunan BNI tahun 2007-2010

Kinerja Saham

Dari sisi kinerja pergerakan harga sahamnya, berdasarkan Gambar 1, pergerakan saham Bank Negara Indonesia (Persero), Tbk (BBNI) selalu mengikuti arah pergerakan IHSG. Terlihat pada Gambar 1, pada tahun 2008, saham BNI (BBNI) yang dibuka pada harga Rp. 1.970, harus mengalami penurunan yang cukup signifikan, sehingga pada akhir tahun 2008, saham BBNI ditutup di harga Rp 680. Hal ini serupa dengan pergerakan IHSG pada tahun 2008 yang dibuka pada level 2.715,06 dan ditutup pada level 1.437,34 pada akhir tahun 2008. Dengan kata lain, jika dibandingkan dengan harga pembukaan awal tahun, saham BBNI telah turun sebesar 65,5%. Harga tertinggi yang berhasil dicapai selama tahun 2008 selain harga pembukaan hanya Rp1.940, sedangkan nilai terendahnya adalah Rp. 415. Hal tersebut diakibatkan oleh adanya krisis global yang menyebabkan kelesuan di sisi keuangan dan investasi.

Namun, pada tahun 2009, harga saham BBNI berangsur-angsur pulih. Meskipun dibuka dengan harga rendah Rp700 pada awal pembukaan 2009, BBNI naik mengikuti *trend* IHSG yang semakin meningkat dari Rp 1.437,34 pada awal tahun 2009 menjadi Rp 2.534,36. Hal membuat harga saham BBNI triwulan kedua sudah mencapai Rp 1.830 pada angka tertingginya, sehingga pada akhir 2009 BBNI ditutup dengan harga Rp 1.980 dengan persentase kenaikan sebesar 183% jika dibandingkan dengan harga pada saat pembukaan. Harga tertinggi pada tahun 2009 mencapai Rp 2.125. Hal ini dapat dicapai karena perekonomian Indonesia yang dapat *recover* secara cepat dari krisis global dan kinerja keuangan BNI yang masih tetap stabil.

Pada tahun 2010 hingga 2011, harga saham BBNI selalu mengalami peningkatan seiring dengan membaik kondisi ekonomi global yang mengakibatkan sentiment positif terhadap IHSG. Dibuka pada harga Rp 1.990 pada awal tahun 2010, saham BBNI mengalami kenaikan sehingga pada akhir tahun 2010, saham BBNI ditutup pada harga Rp 3.875 dengan persentase kenaikan mencapai 95% dan bahkan mencapai harga Rp 4.125 pada akhir bulan Agustus 2011. Begitu pula dengan IHSG pada tahun 2010 hingga 2011. IHSG sepanjang tahun 2010 hingga tahun 2011 mengalami *trend* yang semakin meningkat. Dibuka pada level 2.575,41 pada awal tahun 2010, saham IHSG mengalami kenaikan sehingga pada akhir tahun 2010, IHSG ditutup pada harga level 3.703,51 dengan persentase kenaikan mencapai 44% dan bahkan mencapai level 4.003,69 pada triwulan kedua tahun 2011. Ini menunjukkan bahwa saham BBNI selain memiliki kinerja keuangan yang baik, juga memiliki sensitivitas yang tinggi terhadap pasar terutama dengan IHSG.

Gambar 1 Perbandingan pergerakan saham BBNI dengan IHSG



Sumber: www.finance.yahoo.com

Valuasi Harga Saham

Penilaian Harga Saham yang dilakukan pada sub bab ini yaitu dengan 2 pendekatan yaitu *Discounted Earning Approach* dan *Price to Book Value Ratio*. Kedua metode sangat tepat digunakan dan banyak dipakai dikarenakan karakteristik yang dimiliki oleh bank. (Damodaran,2002).

Asumsi Dasar

Berdasarkan analisis makro, industri dan perusahaan yang dilakukan sebelumnya, maka dalam melakukan penilaian nilai intrinsik saham, diperlukan asumsi-asumsi yang mendasari proyeksi terhadap laporan keuangan dan perhitungan valuasi harga saham untuk periode 2011-2015. Asumsi-asumsi yang dibuat berdasarkan hasil wawancara dengan pihak *Investor Relations* PT Bank Negara Indonesia (Persero), Tbk dan hasil analisa dari data historis laporan keuangan tahun 2006-2010. Asumsi-asumsi dasar tersebut sebagai berikut:

- ❖ Pertumbuhan Kredit ditargetkan akan berkisar sebesar 18%-20% per tahun selama 5 tahun kedepan.
- ❖ Pertumbuhan Dana Pihak Ketiga ditargetkan akan sebesar 9%-11,5% per tahun selama 5 tahun mendatang.
- ❖ Pendapatan Bunga perusahaan diasumsikan akan tetap sebesar 10% per tahun dengan tetap menjaga *Net Interest Margin* (NIM) maksimal sebesar 6% per tahunnya selama 5 tahun kedepan.
- ❖ Perusahaan akan berusaha untuk tetap mempertahankan rasio *Non Performing Loan* (NPL) maksimum sebesar 4% selama 5 tahun mendatang.
- ❖ Inflasi diasumsikan akan tetap sebesar 6,75% per tahun selama 5 tahun mendatang.
- ❖ Pertumbuhan pemilikan rekening / *account* dan pemilik kartu ATM Bank BNI diperkirakan akan sebesar 21% tiap tahunnya selama 5 tahunnya.
- ❖ Pertumbuhan pemilik kartu kredit Bank BNI diperkirakan akan sebesar 20% tiap tahunnya selama 5 tahunnya.
- ❖ Pertumbuhan untuk *Fee Based Income* diperkirakan akan sebesar 5% setiap tahunnya selama 5 tahun.

Perhitungan *Weighted Cost of Capital*

Salah satu faktor yang perlu diperhitungkan dalam melakukan valuasi dengan metode *Discounted Earnings Approach* adalah faktor tingkat diskonto yang mewakili tingkat pengembalian hasil yang diharapkan oleh investor (*required rate of return*). Tingkat diskonto tersebut digunakan sebagai faktor diskonto untuk menilai *earnings* di masa depan pada masa kini (*present value*)

Cost of Fund

Berdasarkan hasil wawancara dengan *investor relation* PT Bank Negara Indonesia (Persero), Tbk didapatkan hasil bahwa perhitungan *Cost of Fund* ialah sebesar 3,4%. Angka ini merujuk pada angka *Cost of Fund* yang terdapat pada Corporate Presentation 2Q-11 BBNI.

Perhitungan *Cost of Equity*

Dalam perhitungan WACC, investor harus menggunakan *discount factor* dengan rumus Capital Asset Pricing Model (CAPM) sebagai berikut:

$$K_e = R_f + \beta_i (R_m - R_f)$$

Berdasarkan persamaan diatas, ada 3 komponen yang dibutuhkan untuk mendapatkan *cost of equity* (K_e), yaitu *risk free rate* (R_f), *beta* (β), dan *risk premium* ($R_m - R_f$). Perhitungan ini mengasumsikan *risk free* (rf) adalah tingkat suku bunga SBI (*BI Rate*) dikarenakan SBI merupakan obligasi pemerintah sehingga bebas dari risiko. Untuk nilai *risk free rate* digunakan rata-rata tingkat suku bunga SBI 1 bulan mulai dari tahun 2006-2010, yaitu 8,21% sedangkan untuk nilai *beta* (β) BNI didapatkan dari hasil regresi antara return IHSG dengan return BBNI sejak tahun 2006 hingga 2010 yaitu 1,1988. *Market Risk* didapatkan melalui rata-rata tingkat pengembalian bulanan atas IHSG selama tahun 2006-2010 yang disetahunkan, yaitu sebesar

27,62%. *Risk Premium* didapatkan dari pengurangan antara *Risk Market* (R_m) dengan *Risk Free* (R_f) yaitu 19,41%. Dengan menggunakan data-data ini, maka diperoleh hasil *Cost of Equity* (K_e) sebesar:

$$\begin{aligned} K_e &= R_f + \beta_i (R_m - R_f) \\ &= 8,21\% + 1,1988 (19,41\%) \\ &= 31,47\% \end{aligned}$$

Weighted Cost of Capital

Perhitungan (WACC) dilakukan dengan menggunakan formula sebagai berikut :

$$WACC = \left[K_e \times \frac{E}{(D+E)} \right] + \left[K_d \times (1-T) \times \frac{D}{(D+E)} \right]$$

Besar *cost of fund* (K_d) dan *cost of equity* (K_e) sudah diketahui berdasarkan perhitungan yang dilakukan sebelumnya, yaitu 3,4% untuk *cost of fund* dan 31,47% untuk *cost of equity*. Tax rate (T) adalah tingkat pajak yang dikenakan kepada perusahaan, yaitu sebesar 25% sesuai dengan pasal 17 dan 31 UU No. 36 tahun 2008. Proporsi hutang didapatkan dengan cara membagi jumlah hutang perusahaan terhadap total modal perusahaan, sedangkan proporsi ekuitas didapatkan dengan membagi jumlah ekuitas terhadap total aset perusahaan. Total aset perusahaan adalah merupakan penjumlahan dari hutang dan jumlah ekuitas. Rangkuman dari hasil perhitungan WACC dapat dilihat pada Tabel 5 berikut.

Tabel 5 Perhitungan Weighted Average Cost of Capital

Kf	8.21%
beta	1.1988
D/A	86.66%
E/A	13.34%
CoD	3.40%
CoE	31.47%
Tax Shield	75.00%
WACC	6.41%

Sumber Data: Laporan keuangan Desember 2010, www.finance.yahoo.com, www.depkeu.go.id, www.bi.go.id (Diolah kembali)

Perhitungan Nilai Intrinsik Saham

Discounted Earnings Approach

Berdasarkan asumsi di atas, dan setelah dilakukan proyeksi terhadap laporan keuangan Bank Negara Indonesia (Persero) Tbk, maka selanjutnya, proyeksi tersebut dijadikan dasar untuk proyeksi perhitungan nilai intrinsik saham selama 5 tahun yaitu dari periode 2011 sampai dengan 2015 dengan menggunakan *discounted earnings approach*. Hasil perhitungan tersebut didapat bahwa nilai intrinsik per lembar saham untuk tahun 2011 adalah sebesar Rp. 4,589. Berikut adalah tabel untuk perhitungan untuk mendapatkan nilai intrinsik tersebut:

Tabel 6: Ikhtisar Perhitungan Nilai Intrinsik Saham Bank Negara Indonesia

	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
EAT	5,482,963	6,818,566	8,397,107	9,577,015	10,901,061
WACC	6.41%				
	1	2	3	4	5
PV	5,152,811	6,022,139	6,969,736	7,470,432	7,991,222
Terminal Value	80,421,906	93,989,848	108,779,359	116,593,907	124,722,086
Value of the Firm	85,574,717	100,011,987	115,749,095	124,064,339	140,183,740
Jumlah Saham	18,648	18,648	18,648	18,648	18,648
Price Estimation	4,589	5,363	6,207	6,653	7,517

(Data jutaan rupiah kecuali untuk jumlah saham dan harga per saham) Sumber: Data diolah

Berdasarkan Tabel 6 diatas, dapat dilihat bahwa hasil proyeksi laba bersih BBNI (dalam jutaan) untuk tahun 2011 sampai 2015 berturut adalah Rp. 5.482.963, Rp. 6.818.566, Rp. 8.397.107, Rp. 9.577.015, dan Rp. 10.901.061. Dapat dilihat pula bahwa dengan *Weighted Average Cost of Capital* sebesar 6,41% , maka didapat hasil *present value* dari proyeksi laba bersih 2011-2015 berturut-turut sebesar Rp. 5.152.811, Rp. 6.022.139, Rp. 6.969.736, Rp. 7.470.432 dan Rp. 7.991.222. Estimasi *terminal value* untuk tahun 2011-2015 berturut-turut ialah Rp. 80.421.906, Rp. 93.989.848, Rp. 108.779.359, Rp. 116.593.907 dan Rp. 124.722.086.

Berdasarkan hasil proyeksi dari *present value* dan *terminal value* tadi, maka didapatlah *value of the firm* dengan menjumlahkan *present value* dan *terminal value* pada tahun yang bersangkutan. Berdasarkan perhitungan tadi didapatlah estimasi *value of firm* dari BBNI untuk tahun 2011-2015 berturut-turut sebesar Rp. 85.574.717, Rp. 100.011.987, Rp. 115.749.095, Rp. 124.064.339, dan Rp. 140.183.740.

Setelah menghitung estimasi *value of the firm* BBNI untuk tahun 2011-2015, maka dapat dihitung pulalah estimasi nilai intrinsik dari saham BBNI untuk tahun 2011-2015 dengan membagi total estimasi *value of the firm* dengan jumlah saham yang beredar. Berdasarkan tabel 5.5 diatas, dapat dilihat bahwa estimasi nilai intrinsik BBNI untuk tahun 2011 adalah Rp. 4.589, Rp. 5.363 untuk tahun 2012, Rp. 6.207 untuk tahun 2013, Rp. 6.653 untuk tahun 2014 dan Rp. 7.517 untuk tahun 2015. Jika dibandingkan dengan harga saham per 21 Oktober 2011 sebesar Rp 3.825, maka hasil perhitungan untu diatas menunjukkan nilai yang lebih tinggi. Dengan demikian, jika dihitung berdasarkan *discounted earnings approach*, posisi saham PT Bank Negara Indonesia Tbk saat ini berada dalam kondisi *undervalued*.

Price-To-Book Value Ratio

Perusahaan yang digunakan sebagai pembanding BNI dalam relative valuation menggunakan *price-to-book value ratio* (PBV) adalah perusahaan yang satu industri dan sepadanan dengan BNI dalam lembaga keuangan perbankan. Berdasarkan kriteria tersebut, maka perusahaan yang dapat dijadikan pembanding adalah PT.Bank Mandiri (Persero), Tbk. (BMRI), PT Bank Central Asia, Tbk (BBCA), PT Bank Rakyat Indonesia (Persero), Tbk (BBRI), PT Bank Tabungan Negara (Persero), Tbk (BBTN). Berikut adalah hasil perhitungan PBV dari masing-masing bank pada periode 2006-2010 beserta hasil proyeksi untuk nilai intrinsik masing-masing emiten pada tahun 2011-2012.

Tabel 7: Perbandingan PBV 2006-2010 beserta Proyeksi Harga 2011-2012

NAMA BANK	PRICE TO BOOK VALUE RATIO					Est Book Value		Est Price	
	2006	2007	2008	2009	2010	2011 F	2012 F	2011 F	2012 F
BBNI	1.68	1.75	0.67	1.58	2.18	2,066	2,420	4,504	5,276
BMRI	2.27	2.49	1.39	2.81	3.29	2,464	2,803	8,107	9,222
BBCA	3.55	4.40	3.44	4.29	4.63	1,814	2,105	8,399	9,744
BBRI	3.74	4.69	2.52	3.46	3.53	2,021	2,405	7,134	8,490
BBTN	-	-	-	1.34	2.22	858	1,036	1,905	2,300

Sumber: Berbagai sumber, diolah kembali.

Berdasarkan Tabel 7 diatas, dapat dilihat bahwa untuk tahun 2006, BBNI memiliki *price to book value ratio* terendah dengan 1,68 kali, diikuti oleh BMRI dengan 2,27 kali, BBCA dengan 3,55 kali dan BBRI dengan 3,74 kali. Pada tahun 2007, BBNI memiliki *price to book value ratio* terendah dengan 1,75 kali, diikuti oleh BMRI dengan 2,49 kali, BBCA dengan 4,40 kali dan BBRI dengan 4,69 kali. Pada tahun 2008, BBNI kembali memiliki *price to book value ratio* terendah dengan 0,67 kali, diikuti oleh BMRI dengan 1,39 kali, BBRI dengan 2,52 kali dan BBCA dengan 3,44 kali. Kecuali pada tahun 2009, BBNI memiliki *price to book value ratio* terendah kedua dengan 1,58 kali setelah BBTN yang memiliki *price to book value ratio* sebesar 1,34 kali. Setelah BBNI, ada BMRI dengan 2,81 kali, BBRI dengan 3,46 kali, dan BBCA dengan 4,29 kali. diikuti oleh BMRI dengan 2,49 kali, BBCA dengan 4,40 kali dan BBRI dengan 4,69 kali. Pada tahun 2010, BBCA memiliki *price to book value ratio* tertinggi dengan 4,63 kali, diikuti oleh BBRI dengan 3,53 kali, BMRI dengan 3,29 kali, BBTN dengan 2,22 kali dan BBNI dengan 2,18 kali. Dengan kata lain, berdasarkan tabel 5.6, dapat dilihat dan disimpulkan bahwa jika dibandingkan dengan lembaga keuangan yang sepadan, BBNI memiliki *price to book value ratio* terendah sepanjang tahun 2006-2010 kecuali pada tahun 2009.

Berdasarkan tabel 5.6 diatas, dapat dilihat pula bahwa berdasarkan metode *price to book value ratio*, estimasi harga untuk BBNI pada tahun 2011 adalah Rp 4.504 dan Rp 5.276 pada tahun 2012, BMRI dengan estimasi harga Rp 8.107 dan Rp 9.222, BBCA dengan estimasi harga Rp 8.399 dan Rp 9.744, BBRI dengan estimasi harga Rp 7.134 dan Rp 8.490, dan BBTN dengan estimasi harga Rp 1.905 dan Rp 2.300. Dengan demikian, jika dihitung dengan *price to book value ratio*, maka posisi saham BBNI saat ini berada dalam kondisi *undervalued* karena harga pasarnya pada saat ini adalah Rp. 3.825.

Kesimpulan

Berdasarkan uraian hasil atas analisis pembahasan pada bab sebelumnya, dapat disimpulkan bahwa:

- Berdasarkan perhitungan valuasi dengan metode *Discounted Earnings Approach*, didapat nilai intrinsik saham BNI per lembar sebesar Rp 4.589 per lembar saham. Hasil tersebut didapat dari membagi nilai intrinsik yang diperoleh yaitu sebesar Rp 85.574.717 dengan jumlah saham yang beredar per Desember 2010 yaitu sebesar 18.648 juta.
- Berdasarkan perhitungan valuasi dengan *Price to Book Value Ratio*, diperoleh bahwa estimasi *Book Value* BBNI untuk 2011 adalah Rp 2.066. Estimasi *Book Value* BNI tersebut jika dikalikan dengan PBV 2010, maka akan didapat nilai intrinsik saham BNI adalah sebesar Rp 4.504 per lembar saham pada proyeksi Desember 2010.
- Berdasarkan hasil perhitungan yang didapat melalui valuasi dengan metode *Discounted Earnings Approach* dan *Price to Book Value Ratio*, dapat disimpulkan bahwa nilai

intrinsik saham BNI masih diatas harga pasar saham tersebut per 21 Oktober 2011 sebesar Rp 3.825, sehingga posisi saham BNI berada dalam kondisi *undervalued*

DAFTAR PUSTAKA

Bastian, Indra, Suharjo. (2006). *Akuntansi Perbankan*. Edisi Pertama. Jakarta: Salemba Empat.

Bodie, Zvi, Alex Kane & Allan J. Markus. (2009). *Investments* (8th ed). Singapore: McGraw-Hill/Irwin.

Damodaran, Aswath. (2001). *The Dark Side of Valuation: Valuing Old Tech, New Tech, and New Economy Companies*. New Jersey: Prentice Hall

Damodaran, Aswath. (2002). *Investment Valuation: Tools and Technique for Determining the Value of Any Asset (2nd edition)*. New Jersey: John Wiley & Sons

Hasibuan, Malayu S.P. (2007). *Dasar-Dasar Perbankan*. Jakarta: Bumi Aksara

Kashmir. (2002). *Bank dan Lembaga Keuangan Lainnya*. Edisi 6. Jakarta: Rajawali Pers
Laporan Tahunan PT Bank Negara Indonesia (Persero), Tbk tahun 2007-2010.

Manurung, Adler Haymans (2011). *Valuasi Wajar Perusahaan*. Jakarta: PT Adler Manurung Press.

Miles, D., & A. Scott. (2005). *Macroeconomics: Understanding The Wealth of Nations*. Southern Gate Chichester: John Wiley & Sons.

Moh Ramly Faud dan M. Rustan DM. (2005). *Akuntansi Perbankan*. Yogyakarta: Graha Ilmu

Porter, M.E. (1980), *Competitive Strategy*, New York: Free Press.

Reilly and Brown. (2006). *Investment Analysis and Portofolio Management*. Mason OH: Thomson (South Western)

Standar Khusus Akuntansi Perbankan Indonesia (SKAPI)

Statistik Perbankan Indonesia

Pedoman Akuntansi Perbankan Indonesia (PAPI).

Prospektus Right Issue PT Bank Negara Indonesia (Persero), Tbk 2011

Siamat, Dahlan, (2004). *Manajemen Lembaga Keuangan*. Jakarta: Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.

Surat Edaran Bank Indonesia No.3/30/DPNP tanggal 14 Desember 2001.

Thompson, Arthur., Strickland A.J., & John E. Gamble.(2010). *Crafting and Executing Strategy*, McGraw Hill, New York, NY

White, Gerald I., Ashwinpaul C. Sondhi & Dov Field. (2003). *The Analysis and Use of Financial Statements (3rd edition)*. Massachusetts: John Wiley & Sons, Inc.

Wild, John J., K.R. Subramanyam, & Robert F. Halsey. (2009). *Financial Statement Analysis (9th ed)*. Singapore: McGraw-Hill/Irwin.

www.bloomberg.com

www.bi.go.id

www.bps.go.id

www.depkeu.go.id

www.finance.yahoo.com