

ANALISIS FUNDAMENTAL PERUSAHAAN STUDI KASUS PADA PT BANK NIAGA Tbk.

Immas Nurhayati

Dosen Tetap Fakultas Ekonomi UIKA Bogor

Abstrak

Setelah digulirkannya paket deregulasi pada 24 Desember 1987 (Pakdes 24) perkembangan pasar modal di Indonesia mengalami booming. Banyak investor memiliki cukup dana untuk berinvestasi namun tidak memiliki pengetahuan yang memadai tentang saham. Permasalahan yang paling sering muncul pada awal penentuan investasi dalam saham adalah bagaimana memilih saham-saham terbaik dari seluruh emiten yang tercatat dalam bursa.

*Langkah-langkah penentuan saham mana yang akan dipilih dalam membentuk satu portofolio saham akan disajikan berikut ini dalam bentuk teoritikal dan praktikal. Studi kasus penulis lakukan pada **PT BANK NIAGA Tbk.** sebagai salah satu emiten di bursa saham yang dinilai mempunyai kinerja lebih baik dari bank lainnya ditinjau dari segi kredit bermasalah. Hal ini menunjukkan tingkat risiko kredit bermasalah relatif kecil.*

Analisa fundamental pada PT BANK NIAGA Tbk, akan diuraikan secara lengkap dimulai dengan analisa makro ekonomi baik global maupun domestik, dilanjutkan dengan analisa prospektif perusahaan. Hasil akhir analisa fundamental saham perusahaan ini adalah rekomendasi jual (sell), beli (buy) atau tahan (hold).

Pendahuluan

Berdasarkan Laporan World Economic Outlook yang diterbitkan oleh IMF, pertumbuhan ekonomi dunia diperkirakan mencapai 5,5% tahun 2005 dan 6.0% di tahun 2006, lebih tinggi dari pertumbuhan perekonomian global tahun 2004 yang mencapai 4,6%. Pertumbuhan ekonomi dunia tertinggi terjadi di kawasan Asia yaitu pertumbuhan ekonomi Cina tahun 2005 diperkirakan sebesar 8% , pertumbuhan ekonomi India tahun 2005 diperkirakan 6% sedangkan pertumbuhan keempat negara ASEAN lainnya yaitu Indonesia, Malaysia, Thailand dan Filipina, diperkirakan mencapai 5.5%.

Ekonomi Indonesia dalam peta ekonomi dunia merupakan *a small open economy* artinya, walaupun kekuatan ekonomi Indonesia di pasar global kecil, tetapi transaksi internasional dalam perdagangan barang dan jasa serta pertukaran modal cukup besar sehingga ekonomi Indonesia sangat mudah dipengaruhi oleh perkembangan ekonomi global, baik dalam artian positif maupun negatif.

I. Analisis Ekonomi Indonesia 2005

Kendati diguncang tsunami diakhir 2004, awal tahun 2005 sampai dengan kuartal 1 tahun 2005, perkembangan ekonomi Indonesia cukup baik, dengan laju pertumbuhan yang meningkat pesat dari 5,13% pada tahun 2004, menjadi 6,35% pada kuartal I tahun 2005 dan akan terus mengalami peningkatan sampai pertengahan tahun 2005 ini yakni sebesar 5,5 persen. Perkembangan ekonomi selanjutnya diperkirakan akan terus membaik seiring dengan meningkatnya ekspor, investasi dan membaiknya indikator makro ekonomi. Motor penggerak ekonomi beralih dari konsumsi rumah tangga ke investasi dan ekspor. Investasi atau pembentukan modal tetap bruto (gross fixed capital) tumbuh 14,98% pada kuartal 1 2005, dan ekspor tumbuh 13,39% pada periode yang sama. Demikian juga Foreign Direct Investment juga mulai positif. Geliat sektor riil makin bergairah dengan dukungan kredit perbankan yang diperkirakan tumbuh sekitar 30 persen. Indeks Saham Gabungan (IHSG) di bursa efek Jakarta (BEJ) mencapai pertumbuhan tertinggi dikawasan asia pasifik yaitu 44,56 persen yang ditutup pada nilai 1000.23 pada akhir tahun 2004. Sementara itu kepercayaan masyarakat dan dunia usaha serta investor asing, terhadap stabilitas politik di Indonesia semakin meningkat terutama pasca perhelatan demokrasi yang sukses diselenggarakan. Ini terlihat dari makin banyaknya dana asing yang masuk ke pasar modal.

Memasuki semester II tahun 2005 sampai sekarang, kondisi ekonomi makro mulai memburuk, dimana kurs rupiah terhadap USD mengalami penurunan yang cukup besar yaitu mencapai Rp11.000 untuk tiap dolar AS dan Indeks Saham Gabungan (IHSG) di bursa efek Jakarta (BEJ) juga sempat terpuruk hingga di bawah 1.000 pada Agustus 2005. Ditambah tekanan inflasi yang cukup tinggi sejak pengumuman kenaikan harga BBM oleh pemerintah per tanggal 1 Oktober 2005.

Kenaikkan harga minyak bumi dunia di kisaran 70/barrel USD diikuti oleh kenaikan BBM di dalam negeri jelas memicu kenaikan harga barang di berbagai sektor. Dapat dipastikan kenaikan harga BBM akan mempengaruhi kinerja perusahaan, termasuk sejumlah emiten di Bursa. Bukan Cuma beban operasional yang

membengkak, angka penjualan diperkirakan akan surut akibat menurunnya daya beli masyarakat. Ini tidak hanya terjadi di sektor yang berhubungan langsung dengan BBM, tetapi dengan sektor lain seperti sektor perbankan.

Perkembangan dan Kebijakan Moneter

Suku bunga The Fed merangkak, naiknya harga BBM akan memacu inflasi. BI pasang kuda-kuda untuk kebijakan uang ketat. Ini tentu perkara serius. Untuk tetap mempertahankan nilai kurs rupiah pada kisaran Rp. 9.000 per dollar Amerika hingga akhir tahun 2005, maka BI harus menetapkan kebijakan uang ketat agar pertumbuhan ekonomi tetap stabil dan inflasi terkontrol.

Bank Indonesia melalui hasil rapat Dewan Gubernur awal bulan Oktober 2005 kembali menaikkan BI Rate sebesar 100 basis point menjadi 11%. Dengan kenaikan tekanan inflasi ke depan, kenaikan BI Rate diperlukan untuk menjaga agar tingkat bunga riil berada pada tingkat yang wajar. Keputusan menaikkan BI Rate atas pertimbangan bahwa perkiraan tingkat inflasi IHK pada tahun 2005 akan mencapai 12% setelah pengumuman kenaikan harga BBM dan berlanjutnya ketidakpastian harga minyak dunia yang dapat meningkatkan risiko ketidakstabilan makroekonomi.

Inflasi

Seperti telah diprediksi sebelumnya tekanan inflasi meningkat cukup tinggi pada triwulan III-2005, laju inflasi bulan September mencapai 9.06% y-o-y. Untuk tiga bulan terakhir Indonesia mengalami laju inflasi month-on-month lebih dari 0.5%. Laju inflasi akan mencapai dua digit pada akhir tahun ini atau bisa mencapai 12%. Peningkatan tekanan inflasi terutama disebabkan sektor makanan/food dan prosesnya (volatile food berkaitan dengan perayaan hari raya keagamaan), dengan kontribusi sebesar 0.31%. Kecenderungan ini berbeda dengan tahun sebelumnya dimana laju inflasi cenderung menurun. Pada September 2004 laju inflasi y-o-y hanya 6.27%.

Nilai Tukar Rupiah

Pada September 2005, rupiah masih mengalami tekanan dengan volatilitas yang meningkat. Rata-rata nilai tukar bulan September tercatat Rp. 10.290/USD atau terdepresiasi sebesar 2.8% dibandingkan bulan sebelumnya. Sejalan dengan trend pelemahan mata uang utama dunia (Euro dan Jepang) serta Thailand Bath, Rupiah juga

mengalami tekanan depresiasi terhadap USD. Meningkatnya tekanan inflasi akibat kenaikan harga minyak dunia telah mendorong bank sentral AS beberapa kali menaikkan suku bunga Fed ditambah akibat badai Katrina. Pada awal Oktober 2005 Bank Sentral AS telah menaikkan suku bunga 25 bps menjadi 3.75% dan diperkirakan akan mencapai 4% hingga akhir tahun ini. Kenaikan suku bunga Fed dan kenaikan harga minyak dunia juga menimbulkan ketidakpastian pasar keuangan dunia sehingga mendorong investor global meningkatkan premi risiko bagi investasinya ke emerging markets, termasuk Indonesia, ditambah kondisi internal yang kurang kondusif serta kondisi iklim investasi di dalam negeri yang belum membaik telah mengakibatkan kenaikan premi risiko investasi di Indonesia.

Dari sisi domestik, pelemahan rupiah juga diakibatkan oleh tingginya kebutuhan valas ditengah pasokan valas yang terbatas. Permintaan valas dalam negeri terus meningkat, disamping untuk pembayaran utang luar negeri swasta, juga untuk kebutuhan impor akibat melonjaknya harga minyak dunia serta meningkatnya impor bahan baku dan barang modal sejalan dengan kuatnya ekspansi permintaan domestik.

Suku Bunga

Tight Money Policy (Kebijakan Uang Ketat) yang diterapkan Bank sentral tercermin dari kenaikan suku bunga BI Rate. Pada awal Oktober 2005, suku bunga hasil lelang SBI 1 dan 3 bulan mengalami kenaikan masing-masing 11% dari 10% dan 12.09% dari 9.25%. Kenaikan suku bunga yang cukup tinggi ini (mencapai 100 bps) dimaksudkan untuk mengantisipasi peningkatan inflasi akibat pengurangan subsidi BBM. Perkiraan inflasi yang bisa mencapai 12% pada akhir tahun akibat pengumuman kenaikan BBM pada 1 Oktober lalu dan perayaan keagamaan (Lebaran, Natal dan Tahun Baru) akan memaksa kenaikan suku bunga bisa mencapai 14% untuk menjaga interest real sekitar 2%.

Kenaikan BI rate dari 11 persen menjadi 12,25 persen dipastikan akan memukul kinerja saham-saham perbankan. Perbankan menghadapi situasi dilematis, jika tidak menaikkan suku bunganya, margin keuntungan semakin tergerus, namun jika menaikkan suku bunganya, akan mengurangi permintaan kredit. Konsekuensinya sektor riil tidak sanggup lagi menyerap tenaga kerja, bahkan bisa sampai tahap PHK dan menambah tingkat pengangguran.

Pasar Modal

Pada awal bulan Agustus, pasar saham masih menunjukkan kinerja yang positif walaupun terkoreksi pada pekan ketiga. Di awal bulan, IHSG terus meningkat bahkan sempat mencapai rekor tertinggi baru pada level 1.192,203. Peningkatan index tersebut terkait dengan sentimen eksternal dari harga minyak yang cenderung turun dan efek dari pengumuman kinerja semesteran para emiten. Saham-saham perbankan sedang naik daun, menyusul komitmen sejumlah bank seperti Bank Mandiri (BMRI), Bank Negara Indonesia (BBNI), Bank rakyat Indonesia (BBRI) bank untuk membiayai proyek infrastruktur. Bank Central Asia (BBCA) memilih untuk menyalurkan kredit konsumen hingga mencapai 10 triliun. Bank Danamon (BDNM) berekspansi ke sector usaha mikro (BBCA). Dibandingkan dengan Bank Mandiri, BCA, BRI, BNI dan dan total bank umum, kinerja Bank Niaga bila dilihat dari segi Kredit, DPK masih jauh dibawah bank-bank tersebut, namun untuk kinerja bank niaga dilihat dari segi kredit bermasalah relatif lebih baik dibandingkan dengan Bank Mandiri dan BNI. Hal ini menunjukkan tingkat risiko kredit bermasalah relatif kecil.

Namun demikian, pada pekan ketiga, indeks terus mengalami tekanan bersamaan dengan kembali naiknya harga minyak dunia dan keraguan-raguan pelaku pasar terhadap asumsi-asumsi RAPBN 2006. Hal tersebut mengakibatkan indeks sempat tertekan hingga dibawah level psikologis 1000 yaitu 994,770. Sementara itu, sinyal kenaikan BI rate untuk pengetatan moneter ditambah masih melemahnya nilai tukar Rupiah, direspon investor dengan melepas portfolio obligasi atau SUN dan kemudian menempatkannya dalam bentuk deposito (DPK).

II. Analisis Industri Perbankan

Indikator Perbankan

Secara umum kinerja perbankan nasional mengalami kemajuan ditandai dengan perbaikan indikator-indikator perbankan. Total asset perbankan pada bulan Juli 2005 mencapai Rp. 1,353 triliun dibandingkan akhir tahun 2003 Rp. 1,068 triliun dan akhir tahun 2004 Rp. 1,272 triliun. Kenaikan total asset ini didukung oleh peningkatan jumlah dana pihak ketiga walaupun tingkat pertumbuhannya masih relatif rendah. Hal ini dipengaruhi oleh tingkat suku bunga simpanan (deposito) yang relatif menurun sampai akhir bulan Juni, sehingga banyak dana yang dialihkan untuk reksadana atau

saham. Kondisi ini diperkirakan akan berubah arah dikarenakan tingkat suku bunga berangsur mengalami kenaikan mengikuti tingkat inflasi yang meningkat sampai akhir bulan September dan diperkirakan akan masih terus naik karena efek kenaikan BBM dan menjelang hari Raya keagamaan dan Tahun baru.

Jumlah kredit yang disalurkan perbankan mengalami kenaikan, disusul perbaikan pada fungsi intermediasi perbankan, seperti tercermin pada kenaikan Loan to Deposit Ratio (LDR) tahun 2004 sebesar 50% menjadi 53.9% pada akhir Juli 2005. LDR sudah mencapai tingkat yang diharapkan yaitu diatas 50%, hal ini menunjukkan sudah mulai Bergeraknya sektor riil Indonesia.

Pendapatan perbankan dapat dilihat dari tingkat Net Interest Margin (NIM). NIM perbankan nasional relatif masih konstan. Indikator lain adalah Capital Adequacy Ratio (CAR) yang sudah relatif tinggi sekitar 19.8 diatas CAR yang diharapkan yaitu sekitar 8%.

Trend kenaikan suku bunga Bank Indonesia yang mendorong naiknya suku bunga deposito juga meningkatkan simpanan masyarakat pada perbankan. Setelah tumbuh negatif sepanjang 2003-2004, pertumbuhan simpanan berjangka (deposito) sejak awal 2005 terus menunjukkan peningkatan. Hal ini dikarenakan mulai pahamnya pemilik dana terhadap risiko investasi di luar perbankan yang kemudian mendorong berpindahnya dana perorangan yang sebelumnya ditanamkan di berbagai pasar uang ke dalam simpanan perbankan. Tambahan deposito antara Maret-Juli tercatat sebesar Rp39,1 triliun. Dari sisi jangka waktu, sekitar 60% dari deposito ini masih ditanamkan dengan jangka waktu 1 bulan. Beberapa faktor yang menyebabkan kondisi tersebut adalah masih tingginya preferensi masyarakat akan likuiditas jangka pendek, ekspektasi masyarakat akan kenaikan suku bunga lebih lanjut, dan struktur suku bunga deposito perbankan yang masih mendatar (flat) untuk seluruh jangka waktu sehingga kurang memberi insentif bagi deposan untuk menempatkan dananya dalam jangka yang lebih panjang. Sementara itu, kredit perbankan terus mengalami peningkatan. Walaupun BI Rate meningkat namun sampai dengan Juli 2005 posisi kredit perbankan mencapai Rp. 636 triliun, meningkat sebesar 2,15% dibandingkan bulan sebelumnya. Apabila dibandingkan dengan posisi pada bulan Juli 2004, kredit perbankan mencatat peningkatan sebesar 30,21% Seiring dengan meningkatnya kegiatan ekonomi, kondisi likuiditas perekonomian yang tercermin pada uang beredar dalam arti luas (M2) secara nominal juga meningkat.

III. Analisis Laporan Keuangan Bank Niaga

Dari laporan keuangan kuartal III/2005 (unaudited) Tabel.1, Bank Niaga Tbk mencatat kenaikan laba sebelum pajak 9,17% menjadi Rp. 619 miliar sampai dengan kuartal III/2005 dibanding periode yang sama tahun lalu Rp.567 miliar. Pendapatan bunga bersih naik 20,53% dari Rp1,091 triliun per 30 September 2004 menjadi Rp1,135 triliun triwulan III/2005.

Tabel.1
Laporan Rugi Laba Bank Niaga
(September 2004-September 2005)

Income Statement Highlights			
(Milyar Rupiah)	Sep'05 YTD	Sep'04 YTD	Change
Net Interest Income	1,315	1,091	20.53%
Non Interest Income	284	379	-25.07%
Other Operating Expense	(927)	(762)	21.65%
Operating Profit Before Provisions	672	708	-5.08%
Provision Expense	(145)	(138)	5.07%
Non Operating Income (Net)	92	-3	-
Net Income Before Tax	619	567	9.17%
Net Income After Tax	436	435	0.23%

Sumber: Laporan keuangan, diolah

Kontribusi pendapatan bunga kredit naik dari Rp.1,302 triliun tahun lalu menjadi Rp2,02 triliun tahun ini. Sementara total pendapatan bunga meningkat 35,8% menjadi Rp. 2,54 triliun tahun ini.

Tabel.2
Laporan Neraca Bank Niaga
(September 2004-September 2005)

Balance Sheet			
(Milyar Rupiah)	Sep'05	Sep'04	Change
Total Assets	39,275	27,548	42.57%
Total Liabilities	35,433	25,220	40.52%
Equity	3,836	2,319	65.42%
Government Bonds	3,757	3,994	-5.93%
Loans	27,871	18,698	49.06%
Demand Deposits	5,722	5,290	8.17%
Savings	4,876	4,640	5.09%
Time Deposits & Certificate of Dep.	20,060	11,832	69.54%
Total Customer Deposits	30,658	21,762	40.88%
Low Cost Funds	10,598	9,930	6.73%

Sumber: Laporan keuangan, diolah

Total kredit yang diberikan Bank Niaga mengalami peningkatan yang cukup besar 49,06% dari Rp. 18,70 triliun menjadi Rp27,87 triliun. Sedangkan dana pihak ketiga meningkat 40,88% menjadi Rp30,66 triliun. Dampaknya LDR meningkat jadi

90,09% dari 84,36% karena permintaan yang tinggi terhadap kredit konsumen dan kredit UKM. Total Asset naik 42.57% dari Rp. 27,548 triliun per 30 September 2004 menjadi Rp. 39.275 triliun triwulan III/2005.

Capital Adequacy Ratio (CAR) bank Niaga kuartal III/2005 mencapai 17.69% relatif cukup tinggi berada diatas 8%. Di sisi lain NPL (Non Performing Loan) mengalami peningkatan dibandingkan dengan periode sebelumnya dari 3.31% Sep 04 menjadi 4.23% kuartal III/2005, hal ini menunjukkan meningkatnya risiko kredit yang dihadapi Bank Niaga.

Tabel.3
Rasio Keuangan Bank Niaga
(September 2005-September 2005)

Rasio	Sep'05	Sep'04	Change
NIM	5.72%	6.17%	45
CAR (After Market Risk Charge)	17.69%	-	-
CAR (Before Market Risk Charge)	17.75%	11.01%	674
ROE	25.20%	37.62%	1,242
ROA	2.45%	3.04%	59
NPL (Net)	4.23%	3.31%	92
LDR	90.09%	84.36%	573
Provision Adequacy	102.03%	166.11%	6,408

Sumber: Laporan keuangan, diolah

Rasio ROA dan ROE bank Niaga dalam periode September 2004 - September 2005 mengalami penurunan. Hal ini disebabkan pertumbuhan keuntungan yang terjadi dari September 2004 sampai September 2005 jauh lebih rendah dibanding besarnya pertumbuhan Ekuitas dan Total Aset. *Net Income after Tax* periode September 2004 - September 2005 sebesar 0.23% sedangkan pertumbuhan asset dan ekuitas pada periode yang sama masing 42.57 dan 65,42%.

Perbandingan Kinerja Bank Niaga dengan Industri

Kinerja beberapa bank dapat dilihat dari Tabel 8. Secara Capital Adequacy Ration (CAR) Bank Niaga menduduki urutan terakhir dari daftar bank di atas, walaupun CAR nya sudah relatif baik di atas 8% yang syaratkan oleh bank sentral.

Tabel. 4
Perbandingan Kinerja Bank Niaga dengan Bank Lain
(Juni 2005)

Benchmark Top 12 Bank June 2005	in trillion rupiah								
	Asset	Profit	Deposit	Loan	NPL	ROA	ROE	CAR	LDR
Bank Mandiri	257	0.9	183	104	16.2%	0.8%	5.4%	23.3%	54.7%
BCA	149	2	128	44	1.7%	3.3%	27.4%	25.8%	34.0%
BNI	139	1	105	61	13.0%	2.0%	15.3%	16.0%	58.3%
BRI	113	3	89	69	5.6%	4.8%	37.8%	15.6%	77.1%
Danamon	65	2	43	33	na	5.9%	31.5%	23.5%	77.4%
BII	43	0.5	31	19	na	2.1%	28.7%	19.8%	56.2%
Niaga	34	0.4	27	26	6.1%	2.8%	28.5%	10.3%	93.2%
Permata Bank	31	0.3	24	19	na	2.1%	18.5%	11.7%	78.1%
Panin Bank	30	0.5	19	13	na	3.5%	18.2%	33.7%	69.5%
Citibank	27	0.7	22	14	na	5.4%	39.8%	14.5%	65.0%
BTN	27	1.3	17	14	na	2.0%	42.6%	17.3%	78.4%
Lippobank	27	0.3	23	7	na	2.1%	24.7%	22.6%	28.8%

Sumber: PT Bank Niaga

Dibandingkan dengan Bank Mandiri, BCA, BRI, BNI dan dan total bank umum, kinerja Bank Niaga bila dilihat dari segi Kredit, DPK masih jauh dibawah bank-bank tersebut, namun untuk kinerja bank niaga dilihat dari segi kredit bermasalah relatif lebih baik dibandingkan dengan Bank Mandiri dan BNI. Hal ini menunjukkan tingkat risiko kredit bermasalah relatif kecil.

IV. Penilaian Harga saham Berdasarkan Analisis PER dan NBPS

Tabel. 5
Penilaian Harga Saham Berdasarkan Analisis PER dan NBPS
(periode 2003-sekarang)

Periode	EPS	PER	NBPS	Harga	Q
14 Okt 05	52.7	7.3	490	385	1.27
2004	84.4	5.5	302	460	0.66
2003	59.7	5.9	253	350	0.72

Sumber: Data diolah

Dari perhitungan nilai buku per saham (NBPS) per tanggal 14 Oktober, NBPS mengalami kenaikan nilai dibandingkan akhir tahun 2004 dari Rp. 302 menjadi Rp.490. Sedangkan harga sahamnya di market malah mengalami penurunan. Dibandingkan dengan harga periode akhir tahun 2004 dengan mempertimbangkan kenaikan NBPS maka harga saat ini Rp. 370 relatif murah.

Perbandingan nilai buku per saham terhadap harga saham (Q) dapat digunakan sebagai acuan apakah harga suatu saham layak dibeli atau tidak. Nilai Q selama periode

2003 sampai akhir 2004 masih lebih kecil dari satu (1) sedangkan nilai Q saat ini sudah lebih besar dari satu (1). Dengan menggunakan kriteria $Q > 1$ maka saham tersebut layak untuk dibeli. Sedangkan dari nilai PER saat ini menunjukkan peningkatan dibanding akhir tahun 2004 dari 5.5 kali menjadi 7.3 kali, hal ini berarti nilai saham bank niaga saat ini relatif sudah lebih mahal dibandingkan dengan posisi akhir tahun 2004.

V. Penilaian Harga saham Berdasarkan Metode DCF

Asumsi-asumsi

- Asumsi untuk valuasi memakai metode DCF.
- Industri perbankan Indonesia cukup prospektif, mengingat perannya sebagai intermediasi masih sangat diperlukan untuk menggerakkan sektor riil.
- Proyeksi Pertumbuhan pendapatan bunga (*interest income*) selama 5 tahun ke depan 3.8% (2005-2009).
- Proyeksi data keuangan pada neraca dan laba rugi menggunakan dasar analisis common size dari laporan keuangan lampau.
- Risk free rate adalah 12.0 % hasil estimasi penulis, mempertimbangkan tingkat SBI saat ini sudah mencapai 11% dan diperkirakan masih akan terus meningkat akibat tekanan inflasi setelah pengumuman kenaikan harga BBM.
- Risk premium 8% (berdasarkan perhitungan). Risk premium dari perhitungan yang merupakan selisih antara tingkat pengembalian *risky return* (dalam hal ini *return* saham LQ45 di pasar) dengan *risk-free return* (*return* dari asset yang bebas risiko), dihitung dari titik sampel 31 Desember 2001 hingga 18 Agustus 2005, diperoleh risk premium sebesar 8%.
- Nilai Beta yang digunakan 1.358 hasil perhitungan beta, β bank Niaga di BEJ periode 1 Juni 2004 sampai 3 Oktober 2005.
- Tingkat Pajak 30% sesuai ketentuan pemerintah.
- Jarak asumsi rekomendasi adalah 12 bulan dari sekarang..

Weighted Average Cost of Capital (WACC).

WACC merupakan rata-rata tertimbang dari biaya komponen pembiayaan, meliputi hutang, ekuitas dan sekuritas yang digunakan perusahaan untuk mendanai kebutuhan keuangannya. WACC dapat dihitung sebagai berikut:

$$WACC = K_e(E/(D+E+PS)) + K_d(D/(D+E+PS)) + K_{ps}(PS/(D+E+PS))$$

Dimana:

K_e = Cost of Equity

K_d = After-tax cost of debt

K_{ps} = Cost of preferred Stock

$E/(D+E+PS)$ = Market value proportion of equity in funding mix.

$D/(D+E+PS)$ = Market value proportion of debt in funding mix

$PS/(D+E+PS)$ = Market value proportion of preferred stock in funding mix.

Tabel 6
Proyeksi WACC

Proyeksi WACC	2005F	2006F	2007F	2008F	2009F
Hutang	29,515,853	30,637,455	31,801,679	33,010,142	34,264,528
Ekuitas	2,452,795	2,546,001	2,642,749	2,743,174	2,847,414
Hutang + Ekuitas	31,968,648	33,183,456	34,444,428	35,753,316	37,111,942
Rasio Hutang	0.92	0.92	0.92	0.92	0.92
Rasio Ekuitas	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08
Cost of Equity	22.86	22.86	22.86	22.86	22.86
Cost of Debt	4.46	4.46	4.46	4.46	4.46
Tax Rate	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30
After Tax Cost of Debt	3.12	3.12	3.12	3.12	3.12
WACC	4.63	4.63	4.63	4.63	4.63

Sumber: Laporan Keuangan, diolah.

Cost of Equity (K_e)

Cost of equity merupakan tingkat hasil yang diharapkan investor dalam melakukan investasi ekuitas pada suatu perusahaan. Metode yang digunakan untuk memprediksi *cost of equity* yaitu CAPM.

Tabel 7
Proyeksi Cost of Equity

Proyeksi Cost of Equity	2005F	2006F	2007F	2008F	2009F
Risk Free Rate	12.00	12.00	12.00	12.00	12.00
+ Beta	1.36	1.36	1.36	1.36	1.36
X Risk Premium	8.00	8.00	8.00	8.00	8.00
= Cost of Equity (%)	22.86	22.86	22.86	22.86	22.86

Sumber: Laporan Keuangan, diolah.

Cost of Debt (K_d)

Cost of Debt dari Bank Niaga diperoleh dari beban bunga sebesar Rp. 1,134,804,000,000,- dibagi dengan total deposits sebesar Rp. 25,424,765,000,000,- maka diperoleh *Cost of Debt* sebesar 4.46%.

Free Cash Flow Firm (CCFF)

FCFF = EBIT (1-tax rate) + depreciation + capital expenditure – Change of working capital.

Tabel 8
PROYEKSI FCFF 2005F-2009F

	2005F	2006F	2007F	2008F	2009F terminal
Proyeksi FCFF					
Operating Income	657,427	682,409	708,340	735,257	763,197
Other Operating Income (Ex	125,305	130,067	135,009	140,140	145,645
= EBIT	782,732	812,476	843,349	875,397	908,842
=EBIT (1-Tax)	547,912	568,733	590,344	612,778	636,189
+ Depreciation	53,887	55,934	58,060	60,266	62,556
- Capital Expenditure	-14,794	-15,356	-15,939	-16,545	-17,174
- Change in Working Capita	-89,794	-93,206	-96,748	-100,424	-104,241
=FCFF	497,212	516,105	535,717	556,074	577,331

Sumber: Laporan Keuangan diolah.

Valuasi Saham (Nilai Intrinsik)

Untuk perusahaan yang telah mencapai kondisi stabil setelah n tahun dan mulai tumbuh pada tingkat pertumbuhan (g) setelahnya, maka value of the firm dapat dilihat pada table valuasi perusahaan sebagai berikut:

Tabel 9
Perhitungan Nilai Intrinsik

Periods	FCFF	WACC	Discounted Factor	PV of FCFF
2005	497,212	4.63	1.0463	475,209
2006	516,105	4.63	1.0463	471,439
2007	535,717	4.63	1.0463	467,699
2008	556,074	4.63	1.0463	463,989
2009	577,331	4.63	1.0463	460,409
Terminal value	69,557,941			
Present value of FCFF in High Growth Phase				2,338,746
Present value of Terminal Value				55,470,948
Present value of the firm				57,809,694
Value of debt				29,508,842
Value of Equity				28,300,852
Share				77,464
Value of equity per share (NILAI INTRINSIK)				365
Current market price 14 Oktober 2005				385

Sumber: Data diolah

Rekomendasi

Dari beberapa analisis dan metode penilaian di atas penulis merekomendasikan “**JUAL**” untuk saham bank Niaga (BNGA) dengan pertimbangan:

1. Kondisi makro ekonomi global saat ini kurang kondusif akibat kenaikan harga minyak dunia mencapai sekitar USD 70/barrel. Mengakibatkan naiknya tingkat inflasi dan perlambatan laju pertumbuhan ekonomi global.
2. Kondisi makro ekonomi nasional yang dipengaruhi kondisi global, sehingga berdampak pada tekanan inflasi yang tinggi.
3. Tekanan inflasi tersebut di atas memaksa Bank Indonesia menaikkan tingkat suku bunga (SBI) yang pada gilirannya akan memukul sektor perbankan.
4. Hasil valuasi saham Bank Niaga dengan metode FCFF, menunjukkan **Nilai Intrinsic (Rp. 365) LEBIH KECIL** dari *Current Price* (Rp. 385).

Daftar Pustaka

- Bodi, Kane, Marcus, 2002, investment, Mc Graw Hill International Edition
- Hanafi dan Abdul Hali, 1994, Analisis Laporan Keuangan, Yogyakarta, UPP-AMP YPKN
- Jogiyanto, HM, 1998, Teori Portofolio dan Analisa Investasi, Yogyakarta, BPFE