
**ANALISIS METODE VALUASI SAHAM PADA SAHAM INDEKS JII 30 UNTUK
MENCAPAI *FUTURE GLORY***

Aidhil Akbar Nurdin

Diantika Ardila Shanti

POLITEKNIK KEUANGAN NEGARA STAN

4121220018_ardila@pknstan.ac.id

Abstract

Sharia stocks have a great growth potential along with the number of Muslim investors growth, this also applies to the JII30 Index which has a high market valuation and large returns. In line with this growth, to achieve future glory, stock valuation is one of the important things for an investor in investing. There are three commonly used valuation methods, namely relative valuation, dividend discount model, and discounted cash-flow. With the three valuation methods that are often used, an investor must be able to choose what fundamental valuation to use. After conducting research on 3 stocks in JII 30, namely ADRO, ICBP, and TLKM, it was found that DDM had the highest accuracy, followed by DCF, and Relative Valuation in the last rank.

Kata Kunci : Sharia, JII30, Relative, DCF, DDM

Pendahuluan

Ekonomi berbasis syariah sangat didukung dengan latar belakang negara Indonesia sebagai negara dengan penduduk muslim tertinggi di dunia. Hal ini membawa nilai aset syariah pada 2019 meningkat 13,9% menjadi 2,88 triliun dolar berdasarkan perkiraan Global Islamic Economic Report (2020). Segala potensi ekonomi syariah ini disokong dengan komitmen pemerintah dalam berbagai kebijakan ekonomi syariah, seperti pengembangan sektor unggulan, penguatan keuangan komersial dan sosial syariah, pengembangan pasar uang syariah, peningkatan sinergi instansi pemerintah, hingga acuan berupa Rencana Induk Ekonomi Syariah yang memperlihatkan masa depan cerah bagi ekonomi syariah di

Indonesia (Kementerian Keuangan Republik Indonesia, 2024). Potensi saham syariah ditunjukkan dengan pelonjakan investor syariah sebesar 1.650% dalam rentang 2015 - 2020. Pada 2020 pula, 51 perusahaan baru yang IPO, 38-nya adalah saham syariah. Dari segi kapitalisasi pasar, per Maret 2021, saham syariah mencatatkan angka Rp3,43 triliun (Filbery, 2021). Geliat saham syariah tidak hanya menjadi potensi keuntungan, tetapi juga potensi *future glory* bagi investor syariah di Indonesia.

Perkembangan saham syariah di Indonesia juga difasilitasi oleh OJK dan IDX dengan peluncuran indeks-indeks saham syariah, seperti ISSI, JII70, JII30, hingga penyajian IDXSHAGROW untuk mengukur pergerakan harga saham syariah. Salah satu indeks yang menarik adalah Indeks JII30 yang terbukti dengan tren meningkat 15,7% pada 2015 - 2019 (Sugiarti, 2020). Dengan banyaknya pilihan maka terdapat analisis yang ditekankan yaitu analisis fundamental, terutama dalam prinsip *value-investing* sehingga investasi saham tidak hanya bernilai spekulasi harga saham tetapi juga menempatkan dana dalam proses bisnis yang bernilai, sesuai dengan prinsip syariah. Namun demikian, permasalahan analisis tidak berhenti sampai di sana karena analisis fundamental juga memiliki banyak indikator, salah satunya dengan valuasi saham. Menilai saham pada harga wajarnya.

Metode valuasi yang lumrah digunakan, salah tiganya adalah *relative valuation*, *dividend discount model*, dan *discounted cash-flow*. Pada dasarnya, *relative valuation* menggunakan rasio keuangan sederhana dengan operasi perkalian atau pembagian. Sementara metode *dividend discount model* dan *discounted cash-flow* menghadirkan konsep yang lebih kompleks dengan memasukkan prinsip *time value of money* sehingga nilai wajar saham didiskontokan untuk menilai sebuah saham. Temuan dari Riset Ekonomi dan Regional Studies di Rusia pada tahun 2018 menemukan bahwa kombinasi dari *relative valuation* dan DCF menghasilkan analisis yang cukup akurat pada saham-saham di pasar modal Rusia saat itu (Ivanovski et al., 2018). Oleh karena itu, penulis akan mengembangkan studi komparasi ketiga metode valuasi ini untuk digunakan dalam menilai saham syariah pada indeks JII30 dengan tingginya potensi keuntungan dan proses bisnisnya.

Besarnya potensi, geliat investasi, komitmen pengembangan dari pemerintah mencerahkan masa depan investasi saham syariah. Sebuah definisi *future glory* bagi para investor untuk membangun portofolio investasinya, yang tidak hanya mendatangkan keuntungan, tetapi juga basis kuat dalam menjalankan proses bisnisnya sehingga investasi tidak hanya berpaku pada spekulasi, tetapi juga fundamental bisnis dan keuangan perusahaan.

Secara makro, investasi saham syariah juga menjadi potensi menggiurkan untuk Indonesia dengan kondisi demografi dan dukungan sosial-pemerintah sehingga investasi berbasis syariah mampu menjadi kekuatan penyokong perekonomian. Kemenangan tidak hanya milik investor tetapi perekonomian nasional, kemenangan tidak hanya *return* tetapi juga kepastian bisnis, itulah yang ditunjukkan oleh investasi syariah.

Tujuan Penelitian

1. Memahami urgensi dan potensi perkembangan investasi berbasis syariah di Indonesia.
2. Mengetahui penerapan model valuasi relatif, *dividend discount model*, dan *discounted cash flow* pada saham di Indeks JII30.
3. Mengetahui metode valuasi yang paling tepat untuk membangun portofolio saham syariah untuk Indeks JII30.
4. Mengevaluasi metode valuasi relatif, *dividend discount model*, dan *discounted cash flow* pada saham di Indeks JII30.

Dengan tujuan penelitian ini, kami berencana untuk melakukan valuasi dengan tiga model valuasi relatif, *dividend discount model*, dan *discounted cash flow* dengan sumber data sekunder di pasar modal pada beberapa sampel saham yang ada di Indeks JII30 dengan kapitalisasi pasar yang tinggi sehingga bisa dibandingkan metode mana yang paling akurat.

TINJAUAN PUSTAKA

Saham dan Investasi Syariah

Saham syariah adalah saham yang diterbitkan oleh:

1. perusahaan yang anggaran dasarnya menyatakan bahwa prinsip syariah menjadi dasar dalam proses bisnisnya; atau
2. perusahaan yang tidak menyatakan prinsip syariah dalam anggaran dasarnya, tetapi telah memenuhi kriteria OJK sebagai saham syariah.

Ketentuan mengenai ketentuan saham syariah diatur dalam POJK Nomor 17/POJK.04/2015. Pada dasarnya seleksi saham syariah dilakukan dengan seleksi prinsip dan seleksi rasio keuangan. Kegiatan usaha yang dilarang meliputi, usaha berbasis bunga, ketidakpastian, haram, merusak moral, memenuhi DAR maksimal 45% dan pendapatan berbasis bunga kurang dari 10%.

Salah satu indeks saham syariah adalah JII yang menjadi salah satu indikator menarik dengan 30 saham syariah pilihan yang rata-rata nilai transaksi harian tertinggi di pasar reguler (Otoritas Jasa Keuangan, n.d.)

Harga saham menjadi salah satu indikator manajemen perusahaan dengan tujuan optimalisasi keuntungan investor. *Capital gain* ditentukan dari seberapa harga saham bisa melambung dari harga belinya. Menurut Sartono, harga saham adalah harga yang ditentukan secara berlanjut dalam mekanisme pasar modal. Akan tetapi, investor memiliki keterbatasan dalam mengetahui masa depan sehingga diperlukan metode dalam memproyeksikan harga saham berdasarkan nilai intrinsiknya.

Relative Valuation

Dalam penilaian relatif, nilai suatu aset dibandingkan dengan nilai yang dinilai oleh pasar untuk aset yang sebanding. Penilaian ini didapat dengan mengidentifikasi aset perusahaan lalu mengkonversinya ke nilai pasar (Park & Lee, 2003) Ide yang mendasari penilaian relatif adalah bahwa aset serupa harus dijual dengan harga yang sama, dan penilaian relatif biasanya diimplementasikan dengan menggunakan kelipatan harga (rasio harga saham terhadap fundamental seperti arus kas per saham) atau kelipatan nilai perusahaan (rasio nilai total saham biasa dan utang setelah dikurangi kas dan investasi jangka pendek terhadap fundamental seperti laba operasi). Kelipatan harga yang paling dikenal adalah rasio harga terhadap laba (P/E), yang merupakan rasio harga pasar saham terhadap laba per saham perusahaan. Saham yang dijual dengan P/E yang rendah dibandingkan P/E saham lain yang sebanding (dalam hal tingkat pertumbuhan pendapatan dan risiko yang diantisipasi, misalnya) relatif undervalued (beli yang bagus) dibandingkan saham pembanding (Pinto et al., 2010)

$$PER = \frac{\text{Harga saham}}{EPS} \text{ dan Nilai Wajar Saham} = PER \times EPS$$

Dividend Discount Model

Dividend discount model (DDM) adalah pendekatan valuasi nilai wajar saham yang sederhana dan tertua. Model ini berakar dari The Theory of Investment Value oleh John Burr Williams (Ivanovski et al., 2015) Model diskonto dividen (DDM) didasarkan pada jumlah pembayaran dividen keseluruhan yang didiskontokan ke nilai sekarang dengan nilai pengembalian yang disyaratkan.

Terdapat beberapa asumsi penggunaan metode DDM, yaitu:

1. Perusahaan diasumsikan berlanjut tanpa batas waktu yang diketahui, konsep *going concern*.
2. Nilai *required rate of return* dianggap konstan.
3. Model ini memerlukan ketersediaan efisiensi pasar.

Dengan asumsi bahwa dividen merupakan pengembalian yang didapatkan investor, seluruh arus dividen tersebut didiskontokan ke masa kini yang mencerminkan nilai intrinsik sebuah saham.

$$V = \frac{D0(1 + g)}{(r - g)} \text{ atau } V = \frac{D1}{(r - g)}$$

Terdapat beberapa model DDM, yaitu Gordon Growth Model, multistage DDM, hingga H-Model. Dari model-model ini, Gordon Growth Model adalah model yang menggunakan pertumbuhan tetap yang dikembangkan oleh Gordon Shapiro yang mendasarkan pertumbuhan dividen tetap karena dividen bertumbuh secara tidak pasti sehingga untuk menghasilkan penilaian yang sederhana Gordon mengilustrasikan pertumbuhan konstan.

Menurut Alfredsson & Lehmann 2016, langkah-langkah dalam valuasi dengan Gordon Model DDM adalah sebagai berikut:

- 1) Menentukan rata-rata *roe* dalam 5 tahun ke belakang.
- 2) Menghitung rata-rata *dividend payout ratio* (DPR), rasio antara pembayaran dividen dengan *net income* yang didapatkan perusahaan
- 3) Menghitung *retention ratio*
- 4) Menentukan tingkat pertumbuhan (*growth*)
- 5) Menentukan *dividen streams* sepanjang masa valuasi dengan variable perubahan dividen berupa pertumbuhan,
Projected Dividend year n = Dividend n - 1 x (1 + g)
- 6) Menghitung *required rate of return*
Rate of return (r) = D0/P0 + g
- 7) Menghitung nilai intrinsik sebagai indikator nilai saham wajarnya yang dapat dibandingkan dengan harga saham di pasar sehingga dapat ditentukan apakah sebuah saham *overvalued/undervalued*/sesuai dengan nilai wajar.

$$V = \frac{D0(1 + g)}{(r - g)} \text{ atau } V = \frac{D1}{(r - g)}$$

Discounted Cash Flow Model

Free Cash Flow adalah total kas yang tersedia untuk didistribusikan kepada kreditor yang meminjamkan uang untuk proyek dan juga pemilik yang berinvestasi (Titman). Rumus dari *Free cash flow* adalah

$$FCF = EBIT - \text{Tax} + D\&A - \text{Capex} + \text{Non Cash Working Capital}$$

Kemudian salah satu hal yang dapat digunakan dari *Free Cash Flow* adalah valuasi *Discounted Cash Flow*. Valuasi *Discounted Cash Flow* (DCF) adalah metode penilaian yang memandang nilai intrinsik sebagai nilai saat ini dari arus kas di masa depan (Pinto et al., 2010).

Kemudian untuk menghitung cost of equity

$$\text{Cost of equity} = R_f - \beta \times \text{Market Risk Premium}$$

Kemudian, *Cost of debt* merupakan nilai yang diharapkan dari kreditor ketika meminjamkan uang kepada perusahaan

$$\text{Cost of debt Portion} = \text{After tax cost of debt} * \frac{D}{D + P + E}$$

Sehingga didapatkan

$$WACC = \text{Cost of Equity} + \text{Cost of Debt Portion}$$

WACC yang didapat dapat digunakan dalam terminal value dengan rumus

$$TV = FCF \times \frac{1 + \text{Terminal Growth}}{WACC} - \text{Terminal Growth}$$

Kemudian, WACC juga dapat digunakan untuk mendapatkan Discount Factor

$$\text{Discount factor} = 1/(1 + WACC)^{\text{period}}$$

Discount Factor digunakan untuk menghitung PV dari FCF dengan rumus

$$PV \text{ of } FCF = \text{Discount factor} \times FCF$$

Selanjutnya *PV of FCF* dapat digunakan untuk mendapatkan *PV of TV* dengan menjumlahkan nilai PV of FCF, yang hasilnya dapat digunakan sebagai Enterprise Value. Kemudian, untuk mendapatkan equity value maka dapat digunakan rumus

$$\text{Equity Value} = EV + \text{Cash} - \text{Debt}$$

Terakhir, *Intrinsic Value* dapat dicari menggunakan

$$\text{Intrinsic Value} = \text{Equity Value} / \text{Shares Outstanding}$$

Pengukuran Akurasi Proyeksi (*Forecast Accuracy Measures*)

Menurut National Research Council (1980), setiap ukuran ringkasan kesalahan harus memenuhi lima kriteria dasar: validitas pengukuran, reliabilitas, kemudahan interpretasi, kejelasan penyajian, dan dukungan evaluasi statistik. Dalam upaya memenuhi kriteria ini, ukuran ringkasan kesalahan ramalan populasi yang paling sering digunakan adalah MAPE, persentase kesalahan absolut rata-rata (*mean absolute percentage error*). MAPE dihitung dengan menggunakan *absolute error* pada setiap periode dibagi dengan nilai observasi aktual untuk periode tersebut. Pendekatan ini berguna ketika ukuran atau besarnya variabel prediktif penting dalam mengevaluasi keakuratan prediksi. MAPE menunjukkan seberapa besar kesalahan dalam peramalan dibandingkan dengan nilai sebenarnya (Prayudani et al., 2019). MAPE juga dapat digunakan untuk membandingkan keakuratan metode yang sama atau berbeda dalam dua seri yang berbeda dan mengukur keakuratan nilai estimasi model yang dinyatakan dalam bentuk rata-rata persentase kesalahan absolut sehingga semakin rendah MAPE, nilai proyeksi yang dihasilkan semakin mendekati nilai aktual. Berikut ini adalah formula penghitungan MAPE:

$$\text{MAPE} = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n \frac{|\hat{y}_t - y_t|}{y_t} \times 100$$

di mana n adalah ukuran sampel, \hat{y}_t adalah nilai yang diprediksi oleh model untuk titik waktu t , dan y_t adalah nilai yang diamati pada titik waktu t .

Penelitian Terdahulu

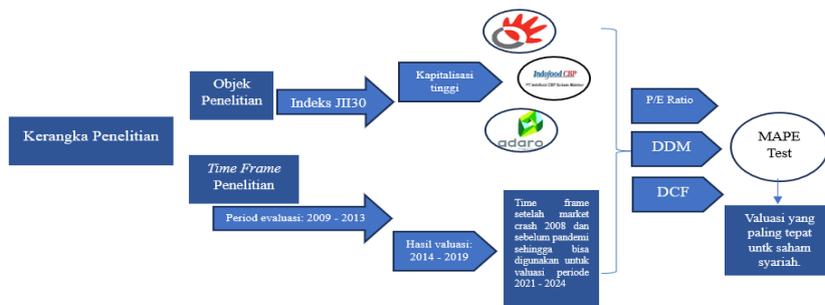
No	Peneliti	Judul	Hasil
1	(Mugosa, 2013)	Towards and Effective Financial Management: Relevance of DDM in Stock Price Valuation	Keandalan model pertumbuhan Gordon dalam harga saham valuasi dikonfirmasi pada sampel dari 199 perusahaan Uni Eropa yang diperdagangkan secara publik. Model pertumbuhan Gordon terbukti dapat diandalkan untuk mengukur penilaian harga saham bahkan selama periode

			pengaruh krisis keuangan global yang kuat.
2.	(Claesson, 2011)	Which model gives me the most accurate share price, the Dividend Discount Model or the Free Cash Flow to Equity model?	Model Diskonto Dividen memberikan harga saham yang paling akurat jika dibandingkan dengan harga saham pasar perusahaan yang sebenarnya. Terkait dengan berbagai atribut keuangan yang dimiliki oleh perusahaan, dapat dikatakan bahwa dalam hal omset, tidak berdampak pada pilihan antara menggunakan DDM atau DCF. Namun demikian, tampaknya beberapa industri lebih cocok untuk model penilaian tertentu. Harga saham yang paling akurat di antara perusahaan-perusahaan industri <i>fast moving consumer goods</i> sesuai menggunakan Dividend Discount Model, sedangkan perusahaan-perusahaan industri Layanan Kesehatan lebih cocok untuk menggunakan DCF model.
3.	(Sutjipto & Setiawan, 2020)	Accuracy of dividend discount model and p/e ratio valuation in Indonesia stock exchange	Berdasarkan hasil perhitungan, dapat disimpulkan bahwa perhitungan nilai intrinsik saham dengan menggunakan DDM dan P/E Ratio didapatkan jumlah saham perusahaan yang memiliki saham <i>undervalued</i> dan <i>overvalued</i> yang sama, yaitu sebanyak 43 perusahaan (86%) dan 7 perusahaan (14%).

Metode Penelitian

Rancangan dan Objek Penelitian

Dalam rangka mengetahui metode valuasi yang paling efektif untuk menilai saham syariah kami merancang langkah-langkah penelitian seperti dalam diagram alur berikut ini:



Gambar 1 Langkah-Langkah Penelitian

1. Memilih objek penelitian, penulis memilih emiten pada Indeks JII30 yang mewakili saham-saham syariah dengan kapitalisasi tinggi di pasar modal sehingga valuasi dapat menggambarkan saham syariah secara garis besar. Selain itu, diperlukan juga emiten yang rutin membagikan dividen sehingga valuasi yang dilakukan secara *cross sectional* dapat berjalan dengan lancar. Ketiga saham yang dipilih, yaitu ADRO, ICBP, dan TLKM masing-masing mewakili di sektor yang berbeda yaitu, *energy*, *consumer cyclical*, dan *technology*.
2. Memilih *time frame* analisis penelitian, valuasi dilakukan dengan data periode tahun 2009 - 2013 sehingga diasumsikan bahwa investor belum mengetahui harga aktual periode 2014 - 2019. Pemilihan *time frame* ini didasarkan konsep *history repeats itself* bahwa tahun 2009 - 2013 merupakan periode setelah *market crash* 2008 dan periode 2014 - 2019 merupakan valuasi jangka panjangnya sehingga perbandingan ini diharapkan dapat mewakili valuasi periode 2021 - 2024 setelah *market crash* akibat pandemi.
3. Menentukan metode pengujian efektivitas berdasarkan data historis yang sudah terjadi, perbandingan ketiga metode valuasi menggunakan MAPE, yaitu nilai akurasi nilai proyeksi, valuasi dengan nilai MAPE terendah adalah metode yang paling sesuai dalam rancangan penelitian ini.

4. melakukan analisis kekurangan dan kelebihan metode dari hasil penelitian yang didapatkan, setelah diketahui secara kuantitatif metode mana yang paling akurat, penulis akan menyajikan analisis singkat mengenai hasil penelitian.

Penelitian dilakukan terhadap beberapa sampel saham syariah yang ada di indeks JII30. Indeks saham syariah JII30 terdiri dari 30 saham syariah paling likuid yang tercatat di BEI dengan dua kali *review* mengikuti jadwal DES oleh OJK, yaitu pada Mei dan November. Konstituen saham Indeks JII30 ini memiliki kriteria likuiditas berupa, termasuk ke dalam ISSI selama 6 bulan terakhir, memiliki kapitalisasi pasar tertinggi selama satu tahun terakhir, transaksi harian di pasar reguler tertinggi.

Sumber Data dan Teknik Pengumpulan Data

Penelitian ini merupakan penelitian analisis-kuantitatif dengan metode studi kepustakaan dalam mengkaji dan menggunakan metode valuasi serta sumber data utama melalui data sekunder dari berbagai media, berupa sebagai berikut:

- Uji Metode *Relative Valuation* dengan rasio P/E memerlukan harga dan EPS saham pada tahun valuasi.
 - 1) Data harga didapatkan dari historis pasar tahun 2013 di Yahoo Finance untuk kode saham ADRO, TLKM, dan ICBP.
 - 2) Data *earning per share*, kami menggunakan laporan tahunan ADRO, TLKM, dan ICBP untuk mengetahui laba bersih dan jumlah saham beredar sehingga EPS dapat dikalkulasi.
- Uji Metode *Dividend Discount Model*, memerlukan data mentah berupa dividen per saham (DPS), ROE, dan dividend payout ratio (DPR).
 - 1) Data dividen per saham didapatkan dalam laporan tahunan ADRO, TLKM, dan ICBP dari tahun 2013 sebagai acuan dividen awal untuk menghitung perkiraan dividen selanjutnya pada tahun 2014 - 2019.
 - 2) *Average ROE* 2009 - 2013, rasio antara tingkat pengembalian dan ekuitas, didapatkan dari laporan tahunan ADRO, TLKM, dan ICBP pada tahun 2009 - 2013 yang dirata-ratakan sebagai simplifikasi tingkat ROE pada proyeksi 5 tahun ke depan, yaitu 2019.

- 3) *Average* DPR 2009 - 2013, rasio pembayaran dividen dengan net income perusahaan, didapatkan dari laporan tahunan ADRO, TLKM, dan ICBP yang dirata-ratakan sebagai penyederhaan tingkat DPR sampai tahun 2019.
- Uji Metode *Discounted Cash Flow* memerlukan 3 laporan keuangan yaitu Laporan Posisi Keuangan, Laporan Laba Rugi Komprehensif, dan Laporan Arus Kas Konsolidasian, Kapitalisasi Pasar, dan jumlah lembar saham. Selain itu, diperlukan data harga historis dan pertumbuhan ekonomi Indonesia tahun 2013
 - 1) Data Laporan Posisi Keuangan, Laporan Laba Rugi Komprehensif, dan Laporan Arus Kas Konsolidasian, Jumlah lembar saham didapat dari laporan tahunan ICBP dan TLKM tahun 2012-2013.
 - 2) Data harga historis didapat dari Yahoo Finance.
 - 3) Pertumbuhan ekonomi Indonesia tahun 2013 didapat dari laporan Badan Pusat Statistik.
 - 4) Terminal Growth rate digunakan data pertumbuhan ekonomi Indonesia 2013 yaitu 5,78%
 - 5) Kapitalisasi pasar digunakan nilai penutupan Q4 2013 yang didapat dari laporan keuangan

Keperluan data, bahan, dan alat utama penelitian ini kami sesuaikan dengan kebutuhan penghitungan yang telah disajikan dalam kajian pustaka.

Hasil dan Pembahasan

1. DDM Valuation

Berdasarkan formula kalkulasi valuasi saham DDM, kami mendapatkan hasil perhitungan sebagai berikut:

Nilai Wajar dengan DDM Valuation			
Tahun	ADRO	TLKM	ICBP
2014	Rp640,54	Rp2.184,64	Rp4.562,79
2015	Rp628,91	Rp2.248,89	Rp5.332,40
2016	Rp617,27	Rp2.303,65	Rp6.102,01
2017	Rp605,64	Rp2.348,06	Rp6.871,62
2018	Rp594,01	Rp2.381,50	Rp7.641,22
2019	Rp582,37	Rp2.403,63	Rp8.410,83

Tabel 1. DDM Valuation

Nilai wajar ini didapatkan dengan proyeksi dividen lima tahunan, tingkat pertumbuhan konstan, serta *required rate of return* berdasarkan langkah penghitungan dari Alfredsson & Lehmann.

Relative Valuation

Berdasarkan formula kalkulasi valuasi saham relatif, kami mendapatkan hasil perhitungan sebagai berikut:

Nilai Wajar dengan <i>Relative Valuation</i>			
Tahun	ADRO	TLKM	ICBP
2014	Rp626,13	Rp1.609,58	Rp4.994,57
2015	Rp576,23	Rp1.743,94	Rp6.141,33
2016	Rp526,60	Rp1.883,21	Rp7.396,67
2017	Rp477,25	Rp2.027,40	Rp8.760,58
2018	Rp428,18	Rp2.176,50	Rp10.233,06
2019	Rp379,37	Rp2.330,51	Rp11.814,11

Tabel 2 Relative Valuation

Kalkulasi nilai wajar dengan P/E ratio dilakukan dengan melakukan *forecast linear* terlebih dahulu dari data historis emiten pada lima tahun sebelumnya untuk memproyeksikan EPS kemudian membagi harga aktual 2009 - 2013 dengan proyeksi EPS tersebut. Dari angka P/E yang didapatkan untuk periode 2009 - 2013 kemudian dilakukan *forecast linear* terhadap P/E periode 2014 - 2019 sehingga nilai wajar pada periode tersebut dapat diketahui dengan mengalikan EPS dengan P/E *ratio*-nya.

2. Discounted Cash Flow Valuation

Dalam melakukan analisis DCF, dilakukan perhitungan 3 laporan keuangan yaitu Laporan Posisi Keuangan, Laporan Laba Rugi Komprehensif, dan Laporan Arus Kas. Untuk laporan laba rugi komprehensif, pada pendapatan dilakukan proyeksi dengan mengambil rata-rata pertumbuhan pada tahun aktual yaitu 2011-2013. Namun, untuk beban-beban yang tercantum digunakan analisis *common size* untuk melihat pengaruhnya beban-beban pada laba-rugi perusahaan.

Kemudian pada laporan posisi keuangan dan arus kas digunakan proyeksi secara linear untuk melihat perkembangan di masa depan. Selanjutnya, dilakukan penghitungan FCF yang digunakan untuk mencari nilai perusahaan. WACC pada ICBP adalah 13,32% dan *terminal growth* sebesar 5,75% sedangkan TLKM memiliki WACC 9,68% dan *terminal growth* 5,75%.

Enterprise Value to Equity Value		
	ICBP (dalam Juta Rupiah)	TLKM (dalam milyar Rupiah)
EV	61.867.868	924.100
Cash	6.246.098	17.545
Debt	9.511.425	50.527
Equity Value	58.602.542	891.118
Shares Outstanding	5.831	98
	Valuasi saham dalam Rupiah	
Shares Price (Rupiah)	10.050	9.093
Current Price (Rupiah)	5.675	2.150
Potensial Upside (%)	77%	323%

Tabel 3. Enterprise Value to Equity Value

Pada ADRO, setelah melakukan percobaan penelitian, terdapat beberapa data yang kurang mendukung adanya valuasi discounted cash flow. Seperti adanya data *Average Selling Price* yang tidak diberitahukan oleh perusahaan pada laporan tahunannya sehingga membuat analisis yang dilakukan belum sempurna.

Terlihat bahwa 2 emiten merupakan emiten undervalue yang masih dapat memiliki potensi kenaikan harga yaitu ICBP sebesar 77% dan TLKM sebesar 323% pada tahun 2019.

3. Perbandingan Valuasi

Setelah melakukan valuasi untuk menguji hasil dari ketiga metode valuasi, yaitu P/E ratio, DDM, dan DCF, kami melakukan komparasi dengan data riil yang terjadi pada tahun 2019 untuk menilai metode mana yang paling mendekati dan bisa memproyeksikan harga saham dalam jangka panjang, berikut ini merupakan tabel komparasinya:

		2014	2015	2016	2017	2018	2019
ADRO	Average Price	Rp527	Rp353	Rp524	Rp913	Rp1.019	Rp778
	P/E	Rp626	Rp576	Rp527	Rp477	Rp428	Rp379
	DDM	Rp641	Rp629	Rp617	Rp606	Rp594	Rp582
TLKM	Average Price	Rp1.986	Rp2.250	Rp3.030	Rp3.499	Rp5.394	Rp3.330
	P/E	Rp1.610	Rp1.744	Rp1.883	Rp2.027	Rp2.177	Rp2.331
	DDM	Rp2.185	Rp2.249	Rp2.304	Rp2.348	Rp2.382	Rp2.404
	DCF						Rp9.093
ICBP	Average Price	Rp4.616	Rp5.630	Rp7.357	Rp7.521	Rp8.139	Rp9.754
	P/E	Rp4.995	Rp6.141	Rp7.397	Rp8.761	Rp10.233	Rp11.814
	DDM	Rp4.563	Rp5.332	Rp6.102	Rp6.872	Rp7.641	Rp8.411
	DCF						Rp9.323

Tabel 4. Perbandingan Valuasi

Pada tabel tersebut terlihat bahwa valuasi P/E dan DDM pada saham ADRO dalam jangka pendek menghasilkan valuasi yang *overvalued* dibandingkan harga aktualnya. Sementara, dalam jangka panjang kedua valuasi tersebut *undervalued*. Setelah menganalisis lebih dalam mengenai laporan keuangan ADRO, kami melihat bahwa ADRO memiliki pendapatan yang menurun pada periode 2011 sampai 2015 sementara produksinya meningkat. Hal ini sesuai dengan penelitian oleh Dikov (2020), bahwa metode DDM akan

memberikan hasil yang akurat untuk perusahaan yang sudah matang dan terkadang ini tidak realistis dengan fluktuatifnya kondisi perusahaan. Kemudian, valuasi DDM dan P/E *ratio* pada perusahaan TLKM menunjukkan hasil yang *underestimate* secara konstan. Ini disebabkan oleh Gordon Model dan pertumbuhan linear yang menggunakan *constant growth* sehingga dengan pertumbuhan aktual TLKM yang tinggi menyebabkan hasil valuasi DDM dan P/E *ratio* tidak bisa secepat pertumbuhan aktual. Hasil ini berhubungan dengan penelitian Thomas Payne (1999), bahwa penilaian dengan metode DDM akan sangat sensitif terhadap tingkat pertumbuhan yang diasumsikan pada laba dan dividen. Dua proyeksi harga jangka panjang yang didapatkan dengan valuasi DCF menunjukkan hasil yang signifikan berbeda antara ICBP dan TLKM. Valuasi terhadap ICBP sangat mendekati harga aktual. Namun, hal ini berbeda dengan TLKM yang sedang mengalami fase perkembangan yang sangat cepat. *Net Income* yang memiliki pertumbuhan yang cepat diiringi pula dengan *Capital Expenditure* berupa pembelian aset tetap yang menghabiskan banyak *cash* dari TLKM.

Untuk mengetahui akurasi ketiga metode ini, kami juga melakukan perhitungan MAPE terhadap hasil proyeksi harga yang didapatkan dengan ketiga metode tersebut dan didapatkan hasil sebagai berikut:

MAPE		
P/E	DDM	DCF
90,77%	23,37%	88,76%

Tabel 5 Mape

Dari kalkulasi tersebut, diketahui bahwa metode DDM memiliki akurasi tertinggi dengan tingkat akurasi 76,63% di atas 50% sedangkan kedua metode lainnya memiliki akurasi di bawah 20%. Hal ini menandakan dengan kondisi perusahaan yang rutin membagikan dividen dan kapitalisasi pasar tinggi, metode valuasi DDM dapat memberikan nilai wajar yang akurat dalam menilai suatu saham syariah pada periode valuasi 2009 - 2013 sehingga keputusan investasi jangka panjang dari valuasi ini masih *reliable*.

Akan tetapi, nilai persentase error yang tinggi pada valuasi P/E dan DCF tidak bisa dijustifikasi untuk seluruh periode. Berdasarkan perhitungan, persentase error pada valuasi P/E memiliki nilai yang rendah pada awal periode hasil (kisaran tahun 2014 - 2016) untuk saham ADRO dan ICBP, nilai persentase error pada tahun setelahnya melonjak tinggi sehingga nilai MAPE akhir menjadi tinggi juga. Oleh karena itu, untuk valuasi P/E

berdasarkan penelitian ini memiliki kecenderungan untuk lebih akurat jika dilakukan dalam jangka pendek.

Sementara itu, penghitungan MAPE untuk valuasi DCF masih belum sempurna, valuasi DCF dalam penelitian ini hanya menghasilkan dua proyeksi harga. Proyeksi harga pada saham ICBP pada dasarnya sudah sangat akurat dengan persentase error 4,42% sehingga untuk saham ICBP, valuasi DCF sangat *reliable*. Walau demikian, nilai MAPE menjadi naik drastis dengan melesetnya valuasi DCF terhadap saham TLKM senilai 173,1%. Tingginya error valuasi DCF terhadap saham TLKM disebabkan karena *growth* TLKM yang tidak sesuai dengan pemodelan DCF pada penelitian kali ini sehingga dapat dikatakan bahwa ketepatan valuasi DCF dalam jangka panjang juga ditentukan oleh asumsi pertumbuhan yang digunakan peneliti.

Simpulan

Saham sebagai instrumen investasi syariah berkembang yang ditandai dengan munculnya indeks syariah sehingga investor lebih mudah dalam memilih saham syariah sebagai portofolionya. Dalam jangka panjang, pemilihan portofolio ini tidak hanya berdasarkan indeks, tetapi juga investor perlu melakukan penilaian terhadap harga wajar sahamnya. Metode relatif, DDM, dan DCF adalah tiga metode yang sering digunakan dalam valuasi saham. Ketiga metode ini diuji dalam mengukur nilai wajar dari saham yang terdaftar pada indeks JII30. Peneliti mendapatkan hasil bahwa dengan karakteristik perusahaan yang kapitalisasi sahamnya tinggi dan rutin membagikan dividen, valuasi DDM menghasilkan akurasi yang paling tinggi sebesar 73% dibandingkan DCF dan relative valuation sehingga keputusan investasi dalam saham syariah dapat mencapai future glory yaitu, tidak hanya investasi tidak hanya berpaku pada spekulasi, tetapi juga fundamental bisnis dan keuangan perusahaan. Akan tetapi, sensitivitas setiap model terhadap perubahan variabel yang dihadapi emiten masih menjadi kendala dalam melakukan valuasi. Untuk penelitian ke depannya kami menyarankan pengujian metode valuasi terhadap saham syariah dengan rentang waktu yang lebih terkini serta pemilihan emiten dengan fluktuasi moderat sehingga akurasi ketiga metode ini lebih dapat dibandingkan.

Referensi

- Filbery, M. (2021, April). *Pertumbuhan Saham Syariah*. Phillip Sekuritas Indonesia. https://www.poems.co.id/htm/Freeducation/LPNNewsletter/v96/Vol96_pertumbuhansahamsyariah.html
- Ivanovski, Z., Ivanovska, N., & Narasanov, Z. (2015). Application of Dividend Discount Model Valuation at Macedonian Stock-Exchange. In *UTMS Journal of Economics* (Vol. 6, Issue 1). www.kb.com.mk
- Ivanovski, Z., Narasanov, Z., & Ivanovska, N. (2018). Performance Evaluation of Stocks' Valuation Models at MSE. *Economic and Regional Studies / Studia Ekonomiczne i Regionalne*, 11(2), 7–23. <https://doi.org/10.2478/ers-2018-0011>
- Kementerian Keuangan Republik Indonesia. (2024, February 27). *Ekonomi Syariah Indonesia Melanjutkan Pertumbuhan Positif di 2023*. <https://www.kemenkeu.go.id/informasi-publik/publikasi/berita-utama/Ekonomi-Syariah-Indonesia>
- Otoritas Jasa Keuangan. (n.d.). *MODUL KOMPETENSI Pengelolaan Investasi Syariah*.
- Park, Y. S., & Lee, J. J. (2003). An empirical study on the relevance of applying relative valuation models to investment strategies in the Japanese stock market. *Japan and the World Economy*, 15(3), 331–339. [https://doi.org/10.1016/S0922-1425\(03\)00019-7](https://doi.org/10.1016/S0922-1425(03)00019-7)
- Pinto, J. E., Henry, E., Robison, T. R., & Stowe, J. D. (2010). *Equity Asset Valuation* (2nd ed.). John Wiley & Sons, Inc.
- Prayudani, S., Hizriadi, A., Lase, Y. Y., Fatmi, Y., & Al-Khowarizmi. (2019). Analysis Accuracy of Forecasting Measurement Technique on Random K-Nearest Neighbor (RKNN) Using MAPE and MSE. *Journal of Physics: Conference Series*, 1361(1). <https://doi.org/10.1088/1742-6596/1361/1/012089>
- Sugiarti, N. (2020, December 28). *Begini Pertumbuhan Saham Syariah 5 Tahun Terakhir*. https://tradinginvenus.com/view/artikel/begini-pertumbuhan-saham-syariah-5-tahun-terakhir_114