

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Masalah

-*Pertumbuhan Indonesia secara ekonomi yang mencapai 5,31% pada tahun 2022 telah mendorong peningkatan drastis jumlah investor ritel di pasar modal syariah, dari 44 ribu investor pada 2019 menjadi 144 ribu investor pada 2024, atau meningkat 225% (Bursa Efek Indonesia, 2025). Fenomena ini mencerminkan keinginan masyarakat untuk memperoleh keuntungan investasi yang sesuai dengan prinsip syariah.

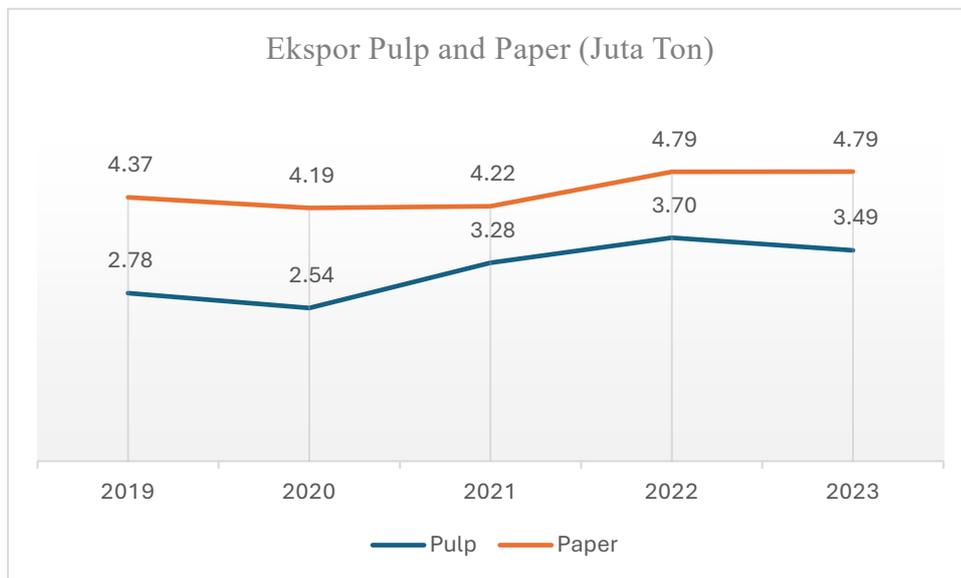
Menurut (Jhingan, 2000) Pasar modal memiliki dua fungsi utama: fungsi keuangan yang menyediakan sarana bagi investor dapat memperoleh keuntungan, dan fungsi ekonomi yang mempertemukan kepentingan pemilik modal dengan pihak yang memerlukan modal (Putong, 2010). Melalui mekanisme ini, investor mendapat imbal hasil sementara perusahaan memperoleh dana operasional tanpa mengurangi cadangan internal (Husnan, 2003).

Perusahaan yang ingin terdaftar di bursa efek Indonesia setidaknya berbentuk Perseroan Terbatas (PT) dan memenuhi lima tahap: penunjukkan *underwriter*, pengajuan ke BEI, pendaftaran ke OJK, penawaran umum, dan pencatatan perdagangan (Sulistio, 2015). Analisis investasi memerlukan informasi akurat dari berbagai sumber seperti media massa, RTI (*Real Time Information*), dan laporan keuangan (Arifin, 2002). Analisis fundamental melalui annual report menjadi kunci utama, yang mencakup laporan rugi laba, arus kas, dan neraca untuk menilai kinerja perusahaan (Brigham & Houston, 2009).

Harga saham mengindikasikan nilai dan efektivitas sebuah perusahaan yaitu semakin tinggi apresiasi harga sahamnya, semakin tinggi apresiasi pada nilai perusahaan. Namun, investor harus mempertimbangkan tingkat risiko dan potensi keuntungan, mengingat volatilitas yang dipengaruhi kondisi ekonomi dan kinerja perusahaan (Husnan & Enny, 2015).

Perkembangan ekonomi Indonesia yang meningkat pesat tidak terlepas dari pertumbuhan berbagai industri di pasar modal, begitu pula dengan industri *Pulp and Paper* yang berdampak positif terhadap aktivitas ekspor Indonesia. Menurut data dari (Earth, 2021) Sub Sektor *Pulp* di Indonesia dikuasai oleh tiga group perusahaan yaitu Sinar Mas beserta anak usahanya *Asia Pulp & Paper* (APP), kemudian Royal Golden Eagle beserta anak usahanya *Asia Pacific Resources International Ltd* (APRIL), dan terakhir ada Marubeni. Dari total produksi *Pulp* dari ketiga group ini dalam lima tahun terakhir lebih dari setengahnya di peruntukkan untuk ekspor ke berbagai wilayah seperti Bangladesh, Cina, Korea Selatan, India, Turki, dan Vietnam. Dari berbagai negara yang disebutkan, Cina menjadi tujuan ekspor dengan volume tertinggi yakni tiga perempat dari produksi *Pulp* pada tahun 2022. Dengan tujuan ekspor ke Cina untuk operasi terpadu dari kedua group dominan yaitu APP dan APRIL dengan 95% hingga 96% dari produksi secara keseluruhan.

Grafik 1. 1 Ekspor Pulp and Paper Indonesia 2019-2023



Berdasarkan grafik 1.1, Perkembangan Ekspor Pulp and Paper Tahun 2019-2023 Indonesia mengalami fluktuasi, Ekspor pada Paper tahun 2020 mengalami penurunan sebesar 4.19 juta ton, kemudian naik sebesar 4.22 juta ton pada 2021, naik 4.79 juta ton, dan stagnan di 4.79 juta ton pada 2023. Kemudian pada ekspor Pulp tahun 2020 mengalami penurunan juga 2.54 juta ton, kemudian naik 3.28 juta ton di tahun 2021, naik 3.70 juta ton pada 2022, dan turun di tahun 2023 sebesar 3.49 juta ton.

Sub sektor pada pulp & paper di bursa efek Indonesia yaitu terdapat sebanyak 9 perusahaan dan dari 9 perusahaan hanya 4 perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian karena hanya 4 perusahaan yang masuk dalam ISSI. Perusahaan sub sektor *pulp and paper* yang akan diteliti oleh peneliti diantaranya : PT. Alkindo Naratama Tbk. (ALDO), PT. Indah Kiat Pulp and Paper (INKP), PT Kedawung Setia Industrial Tbk (KDSI), PT. Pabrik kertas Tjiw Kimia (TKIM).

Dalam investasi ada dua analisa yang generalis digunakan untuk menganalisa saham, yaitu analisis secara teknis pergerakan harga dan analisis fundamentalis. Analisis fundamental adalah salah satu teknik yang dapat digunakan oleh investor dalam keputusan investasinya dengan menggunakan rasio keuangan secara fundamental menggunakan data keuangan perusahaan (Widoatmodjo, 2015). Dengan menggunakan analisis fundamental maka investor mengetahui kondisi perusahaan dalam keadaan sehat atau tidak. Perusahaan layak untuk dijadikan tempat berinvestasi jika kondisi perusahaan sehat dengan pihak investor membeli saham perusahaan tersebut.

Untuk mengetahui kondisi suatu perusahaan, analisis fundamental merupakan suatu bentuk penilaian yang tingkat analisisnya mendekati akurat. Salah satu analisa fundamental yang cukup sering digunakan adalah nilai intrinsik saham. Nilai intrinsik ialah nilai sekarang dari seluruh kas pembiayaan kepada investor, kemudian terdiskonto pada resiko yang tepat dan disesuaikan dengan tingkat bunganya (Bodie et al., 2005). Menurut (Ovi Damayanti, 2018) nilai intrinsik harga saham dalam kondisi *undervalued* dimana nilai intrinsiknya lebih besar dari harga pasar sahamnya sehingga keputusan investasi yang didapat investor adalah membeli atau menanam saham tersebut dengan proyeksi harga saham naik ke depan. Sebaliknya jika kondisi *overvalued* atau terlalu mahal dari harga saham yang sebenarnya sehingga keputusan yang diambil adalah menjual saham sebelum harganya sudah mengalami penurunan atau bahkan tidak membeli saham tersebut karena faktor harga yang terlalu tinggi. Perlu diketahui bahwa harga saham sering mengalami fluktuasi sehingga para investor memerlukan kejelian dan analisis yang

mendalam terkait operasional perusahaan sebelum mengambil keputusan untuk membeli atau menjual saham yang telah dimiliki.

Sebagaimana diamati oleh (Suherman, 2020), kesuksesan organisasi memerlukan lebih dari sekadar keunggulan teknologi, operasional, atau infrastruktur pada dasarnya bergantung pada modal sumber daya manusia yang kuat. Prinsip ini sangat relevan dalam konteks penilaian, di mana kualitas manajemen, visi strategis, dan eksekusi operasional secara langsung mempengaruhi generasi arus kas berkelanjutan penentu utama nilai intrinsik (Badriyah, 2019). (Marta et al., 2022) menunjukkan bahwa pemanfaatan utang yang berlebihan dapat menurunkan rasio profitabilitas, sehingga mengurangi distribusi keuntungan kepada investor. Temuan mereka mengungkapkan bahwa rasio utang terhadap ekuitas (DER) "melemahkan hubungan antara ROA dan ROE terhadap EPS," yang menunjukkan bahwa *leverage* yang tinggi secara signifikan mengurangi generasi imbal hasil bagi pemegang saham.

Analisis fundamental yang diteliti adalah valuasi saham. Valuasi saham sendiri berasal dari kata *Valuation* yang berarti perkiraan dan identifikasi nilai manfaat dari suatu aset. Aset yang dimaksud adalah saham sehingga valuasi saham merupakan proses mengukur nilai saham atau mengestimasi nilai sebuah saham sehingga seorang investor dapat melakukan pengambilan keputusan dalam berinvestasi. Menurut (Asnawi et al., 2006) Valuasi saham ialah proyeksi nilai saham yang aktual (*intrinsic value*) berdasarkan data keuangannya. (Yulfita, 2013) mendefinisikan valuasi (*valuation*) adalah proses perkiraan harga yang wajar untuk suatu saham. dari Penentuan harga wajar suatu saham tidak dapat dihitung secara pasti karena

ada beberapa faktor yang menyebabkan perhitungan yang dilakukan oleh beberapa investor berbeda – beda.

Valuasi adalah metode yang sangat baik dalam menganalisa analisis saham fundamental. Menurut (Damodaran, 2002), ada dua pendekatan dalam valuasi yaitu sebagai berikut :

1. DCF (*Discounted Cash Flow*) Penilaian dengan cara memproyeksikan nilai suatu aktiva ke dalam *present value* (PV) dari ekspektasi arus kas kedepan pada aktiva tersebut.
2. *Relative Valuation* Penilaian dengan cara menilai dari satu saham dengan memperbandingkan ke beberapa saham yang berhubungan kepada *common variable*, seperti pendapatan, arus kas, nilai buku, dan penjualan.

Penelitian ini akan fokus pada cara mengevaluasi nilai perusahaan melalui analisis fundamental, khususnya dengan menganalisis kondisi perusahaan secara mendalam. Pendekatan ini dipilih karena data yang dipublikasikan perusahaan adalah sumber informasi yang paling *accessible*, ekonomis, dan sudah memberikan gambaran yang memadai tentang kondisi perusahaan selama ini (Tandelilin, 2017). Para investor biasanya mempertimbangkan laporan keuangan perusahaan sebagai dasar dalam memilih investasi saham, karena dari situ mereka bisa memperkirakan posisi perusahaan saat ini dan arah perkembangannya ke depan (Bita et al., 2021). Dari berbagai teknik analisis yang tersedia, penelitian ini menggunakan dua metode utama: *Discounted Cash Flow* (DCF) dan *Price to Book Value* (PBV) untuk menentukan nilai wajar saham. Metode DCF dipilih karena memberikan perhatian khusus pada aliran kas operasional perusahaan. Dalam pendekatan ini, arus kas

operasi saat ini diproyeksikan ke masa depan dan kemudian didiskontokan dengan mempertimbangkan tingkat risiko menggunakan *risk-free rate*. Tujuannya adalah untuk meminimalkan potensi kerugian dalam penilaian investasi (Siregar, 2021).

Penelitian yang dilakukan peneliti dalam penelitian kali ini adalah menambahkan model CAPM sebagai *discount rate*. Model CAPM yang dilakukan menggunakan perhitungan WACC yang memerlukan 3 komponen perhitungan yaitu Beta pada saham, Biaya Ekuitas, dan Biaya Hutang (Hasan et al., 2019). Kemudian menggunakan FCFF untuk sebagai metode dalam mencari nilai bisnis (Makbul, 2023). Kemudian penelitian ini menghitung relative valuation menggunakan teknik *Price to Book Value* (Segoro & Sriludia, 2021). Selain itu objek penelitian yang akan diteliti adalah perusahaan-perusahaan di sub sektor *pulp and paper* yang terus mengalami peningkatan dalam permintaan ekspor *pulp and paper*.

CAPM merupakan sebuah model keuangan yang menjelaskan bagaimana hubungan antara tingkat keuntungan yang diharapkan dari suatu investasi berisiko dengan tingkat risiko yang dimilikinya dalam kondisi pasar yang stabil (Bodie et al., 2005) dan dalam (Herlianto, 2013), CAPM dianggap sebagai pencapaian paling penting dalam bidang ekonomi keuangan modern. Kelebihan CAPM terletak pada kemampuannya memberikan prediksi yang akurat tentang hubungan antara risiko suatu aset dengan tingkat pengembalian yang bisa diharapkan investor. Sementara itu, teknik *Discounted Cash Flow* (DCF) adalah salah satu metode penilaian yang mendasarkan perhitungannya pada pendapatan perusahaan. Metode ini bekerja dengan cara menghitung nilai perusahaan atau sahamnya berdasarkan proyeksi

aliran kas yang diharapkan akan diperoleh di masa mendatang. Nilai proyeksi tersebut kemudian dikonversi ke nilai sekarang dengan menggunakan tingkat diskonto tertentu sebagai faktor pengurang (Jackman & Puca, 2020).

Relative valuation yaitu pengukuran harga wajar dengan cara membandingkan membandingkan nilai intrinsik saham perusahaan lain dalam industri yang sama. Metode *relative valuation* terdiri dari *Price Earning Ratio* dan *Price to Book Value*. Dalam penelitian ini menggunakan metode *Price to Book Value* (PBV). Menurut (Brigham & Houston, 2009) PBV adalah rasio yang menunjukkan berapa besar perusahaan dan mampu menciptakan nilai perusahaan yang relatif melalui jumlah modal yang diinvestasikan (Saraswati, 2020).

Penelitian mengenai valuasi saham menggunakan teknik DCF dan PBV sudah banyak dilakukan, namun peneliti menemukan beberapa kesenjangan penelitian (*research gap*) yang belum diisi. Mayoritas penelitian terdahulu berfokus pada perusahaan-perusahaan besar atau indeks saham utama, sementara valuasi pada sub sektor *pulp and paper* yang memiliki karakteristik unik (terutama dalam aspek ekspor dan ketergantungan pada bahan baku) masih relatif jarang dilakukan. Padahal, sub sektor ini mengalami pertumbuhan signifikan dalam ekspor, terutama ke Cina yang menyerap hingga tiga perempat dari produksi pulp Indonesia.

Penelitian ini mengisi gap dengan menggabungkan dua pendekatan valuasi yang berbeda DCF yang berbasis arus kas masa depan dan PBV yang berbasis nilai buku untuk memberikan perspektif yang lebih komprehensif dalam pengambilan keputusan investasi. Kebanyakan penelitian sebelumnya hanya menggunakan salah satu metode, sehingga kurang memberikan perbandingan antara pendekatan

berbasis proyeksi (DCF) dengan pendekatan berbasis nilai buku saat ini (PBV).

Penelitian ini mengisi gap dalam aspek metodologis dengan menggunakan *Free Cash Flow to Firm* (FCFF) sebagai dasar perhitungan nilai perusahaan, yang masih sedikit diaplikasikan pada emiten industri *pulp and paper* di Indonesia. Pendekatan ini memberikan perspektif baru dalam mengevaluasi nilai perusahaan berdasarkan arus kas yang melimpah bagi seluruh penyandang dana, bukan hanya bagi pemegang saham saja. Penelitian ini menyoroti kesenjangan antara teori pasar efisien dengan kondisi aktual valuasi saham di sub sektor *pulp and paper* Indonesia. Dari analisis laporan keuangan empat perusahaan sampel (ALDO, INKP, KDSI, dan TKIM) terlihat adanya fluktuasi signifikan dalam kinerja keuangan yang tidak selalu tercermin dalam Penelitian ini secara khusus menganalisis perusahaan pulp and paper yang terdaftar di ISSI, yang merupakan area penelitian relatif baru mengingat pertumbuhan investor syariah yang mencapai 225% dalam lima tahun terakhir (Bursa Efek Indonesia, 2025). Perspektif syariah dalam valuasi saham membawa dimensi baru yang masih belum banyak dieksplorasi dalam literatur keuangan, terutama pada sub sektor industri berbasis sumber daya alam seperti *pulp and paper*. Penggunaan CAPM memerlukan perhitungan *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) dengan tiga perhitungan utama Beta saham, Biaya Ekuitas dan Biaya Hutang yang memberikan pendekatan lebih komprehensif dalam menentukan tingkat diskonto yang sesuai dengan profil risiko perusahaan pulp and paper di Indonesia (Hasan et al., 2019). harga pasar saham, mengindikasikan kemungkinan adanya mispricing yang dapat dimanfaatkan oleh investor yang melakukan analisis fundamental secara mendalam. Penelitian ini mengisi gap dalam konteks aplikasi

praktis dengan memberikan rekomendasi konkrit untuk keputusan investasi bagi para investor, khususnya investor syariah (Helmy Syamsuri, Abdul Wahab, 2024). Dengan mengidentifikasi saham-saham yang undervalued atau overvalued berdasarkan dua metode valuasi yang berbeda, penelitian ini pun tidak hanya berkontribusi kepada literatur akademis tentang valuasi saham, juga memberikan arahan praktik untuk investor dalam mengalokasikan portofolio investasi mereka di sub sektor pulp and paper Indonesia yang menunjukkan prospek pertumbuhan jangka panjang yang menjanjikan, terutama didorong oleh permintaan ekspor yang terus meningkat (Tandelilin, 2017).

Berdasarkan pemaparan diatas, penting untuk diteliti kenapa hal tersebut bisa terjadi sehingga dapat diketahui faktor-faktor yang menjadi penyebabnya. Maka peneliti tertarik untuk meneliti lebih dalam yang berjudul **ANALISIS NILAI WAJAR SAHAM MENGGUNAKAN METODE *DISCOUNTED CASH FLOW* DAN *PRICE TO BOOK VALUE* PADA PERUSAHAAN SUB SEKTOR *PULP AND PAPER* YANG TERDAFTAR DI INDEKS SAHAM SYARIAH INDONESIA (ISSI) PERIODE 2015-2024.**

B. Rumusan Masalah

Berdasarkan dari penjelasan latar belakang penelitian yang peneliti temukan, maka untuk rumusan masalah pada penelitian ini adalah

1. Perusahaan apa yang termasuk kondisi *undervalued* dalam sub sektor *pulp and paper*?
2. Perusahaan apa yang sedang dalam kondisi *overvalued* dalam sub sektor *pulp and paper*?

3. Bagaimana hasil perhitungan menggunakan metode *Discounted Cash Flow* (DCF) dan *Price to Book Value* (PBV) untuk menilai harga wajar saham di sub sektor *pulp and paper*?

C. Tujuan Penelitian

Adapun untuk tujuan pada penelitian ini berdasarkan rumusan masalah diatas adalah berikut :

1. Untuk mengetahui perusahaan yang masuk dalam kategori *undervalued* pada sub sektor *pulp and paper*.
2. Untuk mengetahui perusahaan yang termasuk dalam kategori *overvalued* pada sub sektor *pulp and paper*.
3. Untuk menganalisis harga wajar sebuah saham menggunakan metode *Discounted Cash Flow* (DCF) dan *Price to Book Value* (PBV).

D. Manfaat Penelitian

Penelitian yang akan dilakukan dapat mampu memberikan sebuah manfaat bagi seluruh pembaca dari segi teoritis maupun praktis dengan penjelasan sebagai berikut:

1. Manfaat Teoritis
 - a. Memperkuat penelitian terdahulu yang berkaitan dengan analisis harga wajar saham menggunakan DCF dan PBV.
 - b. Mendeskripsikan harga wajar saham menggunakan DCF dan PBV pada perusahaan di sub sektor *pulp and paper*.

- c. Sebagai tambahan sumber informasi untuk penelitian berikutnya yang berkaitan dengan Analisis harga wajar saham menggunakan metode DCF dan PBV.

2. Manfaat Praktis

- a. Bagi investor dan manajer investasi. Metode DCF dan PBV dapat dijadikan pertimbangan dalam melakukan valuasi untuk mencari harga wajar saham sebelum mengambil aksi membeli atau menjual pada keputusan investasinya dan sebagai pertimbangan ketika saham pada Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) masuk kedalam portofolio investasi.
- b. Bagi Akademisi. Penelitian ini diharapkan dapat memberikan acuan terkait penggunaan DCF dan PBV dalam menganalisis valuasi saham untuk memperluas penelitian di industri pasar modal.

