

Penerapan Praktis Analisis Fundamental

Dwi Kartikasari

Tulane University

A.B. Freeman School of Business

7 McAlister Drive, New Orleans, LA, USA, 70118

E-mail: dkartika@tulane.edu

Abstrak

Untuk menjadi investor yang berhasil, mempelajari analisis fundamental adalah langkah awal memilih saham. Oleh sebab itu, penulis berharap artikel ini dapat artikel akademik berbahasa Indonesia yang menjabarkan implementasi analisis fundamental terhadap suatu saham yang dibahas secara praktis dan komprehensif ala the Burkenroad Reports yang telah dikenal dunia atas kualitas laporan, rekam jejak kinerja yang baik, serta independensi opininya. Metode penelitian yang diterapkan pada penelitian ini adalah studi kasus pada Bristow Group Inc. yang sahamnya diperdagangkan di New York Stock Exchange. Penelitian terhadap Bristow dimulai sejak Agustus 2012 sampai dengan Februari 2013 menggunakan metode wawancara, survei lapangan dan kajian pustaka. Data dianalisis menggunakan teknik analisis deskriptif kualitatif dan kuantitatif. Metode regresi linier digunakan untuk memproyeksikan pendapatan perusahaan dan metode *time series* untuk memprediksi pertumbuhan aset perusahaan. Analisis fundamental yang dilakukan terdiri dari analisis ekonomi, analisis industri, dan analisis perusahaan, dilanjutkan dengan analisis perbandingan. Analisis industri yang digunakan adalah analisis lima kekuatan Porter dan analisis resiko industri. Analisis valuasi nilai perusahaan menggunakan metode *discounted cash flow*, metode nilai relatif komparasi, dan model dividen. Selain ketiga analisis diatas, penelitian ini juga mengumpulkan analisis perbandingan melalui analisis Ben Graham, Altman, analisis komposisi pemodal, dan rekomendasi dari analis saham lainnya. Berdasarkan analisis fundamental tersebut, peneliti memprediksikan kenaikan harga menjadi \$54 dari harga saat ini \$49.48. Peneliti menyarankan untuk *hold* saham Bristow pada akhir periode penelitian karena saham diprediksikan naik dalam satu tahun ke depan dengan pertumbuhan harga kurang dari 20 persen.

Kata kunci: Analisis fundamental, DCF, Ben Graham, Altman

Abstract

To be a successful investor, learning fundamental analysis is the first step in selecting stocks. Therefore, the author hopes this article can describe the implementation of fundamental analysis on a stock in a practical and comprehensive manner using the research style of the Burkenroad Reports that has been wellknown to the world for the quality of the report, the well-performed track record, and the independent opinion. The research method applied in this study is a case study on Bristow Group Inc. whose shares are traded on the New York Stock Exchange. Research on Bristow started from August 2012 to February 2013 using interviews, field survey and literature review. Data were analyzed using descriptive qualitative and quantitative techniques. Linear regression method is used to project the company's revenue and time series method is used to predict the growth of the company's assets. Fundamental analysis consists of economic analysis, industry analysis, and analysis of the company, followed by a comparative analysis. Industrial analysis used is Porter's five forces analysis and risk analysis of the industry. The valuation of the company uses discounted cash flow method, the relative value comparison methods, and dividends model. In addition to the three above analysis, this research also collects comparative analysis through the analysis of Ben Graham, Altman, investor composition analysis, and recommendations from other stock analysts. Based on the fundamental analysis, the author predicted price increase to \$ 54 from the current price of \$ 49.48. The author suggests to hold Bristow shares at the end of the study period for stocks are predicted to rise in the next year with growth rate of less than 20 percent.

Keywords : Fundamental analysis, DCF, Ben Graham, Altman

1 Pendahuluan

Indonesia menyediakan berbagai pilihan investasi, salah satunya adalah investasi saham. Saham merupakan salah satu jenis instrumen investasi yang menandakan kepemilikan investor terhadap suatu perusahaan tertentu yang diharapkan memberikan keuntungan dalam bentuk deviden dan atau kenaikan harga di masa mendatang. Tidak semua saham memberikan keuntungan ini. Dalam banyak kasus, investor malah mengalami kerugian karena tidak mampu menjual saham di atas harga belinya atau bahkan saham yang dimilikinya menjadi tidak bernilai karena perusahaan bangkrut.

Dengan demikian, permasalahan utama bagi pemodal adalah bagaimana pemodal mengetahui saham-saham apa saja yang akan memberikannya keuntungan yang diharapkan. Akademisi dan peneliti telah cukup lama menekuni masalah ini dan mencoba mencari metode pemilihan saham yang tepat. Selanjutnya, hasil kajian mereka dikelompokkan menjadi dua kelompok utama teknik menganalisis saham, yaitu analisis teknikal dan fundamental.

Berbeda dengan teknikal, analisis fundamental cenderung memilih saham yang potensial dalam jangka panjang. Karena orientasinya cukup panjang, maka analisis fundamental umumnya membutuhkan data yang ekstensif dan detail. Keuntungannya, dengan penggunaan data yang objektif, kinerja dan kesehatan perusahaan pada suatu waktu dapat dengan mudah ditentukan. Kerugiannya, dibandingkan analisis teknikal, analisis fundamental dianggap terlalu kompleks. Meskipun demikian, analisis fundamental mempunyai kelebihan lain yaitu dapat diterapkan bukan hanya untuk membeli saham, namun juga membeli sebuah perusahaan, baik perusahaan privat maupun publik, serta perusahaan kecil maupun besar. Tidak mengherankan jika Warren Buffet menjadi investor saham terkaya di dunia dengan menerapkan analisis fundamental ini.

Dalam praktiknya, kedua metode analisis di atas digunakan secara bersama-sama. Untuk memilih saham yang tepat, mula-mula investor menggunakan analisis fundamental. Selanjutnya saham tersebut akan terus dimonitor dan dilihat kecenderungan pergerakan harganya untuk menentukan kapan detik yang tepat untuk membeli saham. Keputusan waktu jual beli saham merupakan hasil analisis teknikal. Untuk itu, investor yang baik perlu memahami kedua metode ini.

Dengan demikian, untuk menjadi investor yang berhasil, mempelajari analisis fundamental adalah langkah awal memilih saham. Sayangnya, sepanjang penelusuran penulis, penulis tidak mendapati artikel akademik yang menjabarkan implementasi analisis fundamental terhadap suatu saham di Indonesia yang dibahas secara praktis dan komprehensif. Umumnya penelitian di Indonesia yang terkait saham berjenis eksplanatori dimana peneliti mencoba menjelaskan

suatu variabel menggunakan variabel lainnya. Oleh sebab itu, penelitian berjenis studi kasus deskriptif ini akan sangat bermanfaat bagi para investor dalam memilih saham yang tepat.

Tahapan penelitian yang dilakukan oleh peneliti menggunakan panduan praktis riset investasi yang diterapkan oleh the Burkenroad Reports, sebuah laporan finansial yang diterbitkan oleh A. B. Freeman School of Business di New Orleans, Amerika Serikat. Sejak diterbitkan pada tahun 1993, laporan ini memperoleh perhatian publik Amerika Serikat karena kualitas laporannya yang sangat baik serta karena opini analisis saham yang independen [1]. Dengan kredibilitas laporan yang akurat dan detail, pada tahun 2001, program ini diadopsi di Amerika Latin seperti Meksiko, Venezuela, Kolombia, Peru, Ekuador, dan Guatemala. Selanjutnya, beberapa rekomendasi investasi diterapkan melalui the Burkenroad Mutual Fund (HHBUX) sehingga reksadana ini mampu mengungguli 94 persen reksadana ekuitas domestik lainnya dan secara konsisten mengalahkan indeks Russell 2000 dan S&P 500.

Artikel ini adalah ringkasan dari penelitian penulis bersama tim berjudul *Bristow Group Inc (BRS/NYSE) Initiating Coverage: Cruising to New Territory* yang dapat diunduh di halaman web the Burkenroad Reports [2]. Dengan rekam jejak kinerja the Burkenroad Reports yang sangat baik karena memadukan pendekatan praktis dan teoretis, penulis berharap artikel ini dapat menjabarkan implementasi analisis fundamental ala the Burkenroad Reports secara komprehensif namun praktis. Untuk dunia akademik, penulis berharap artikel ini dapat menjadi dasar bagi penelitian lanjutan untuk mengevaluasi implementasi analisis fundamental atau penelitian lain yang sejenis.

2 Kajian Literatur

Ada beberapa teknik dalam menganalisis saham yang dapat dilakukan oleh para investor yaitu [3]:

1) Analisis Fundamental

Analisis fundamental merupakan cara menentukan nilai saham berdasarkan pada nilai intrinsiknya, yaitu kemampuan/kinerja/kondisi perusahaan secara keseluruhan di masa depan. Nilai intrinsik ini merupakan nilai yang sangat mendasar seperti keadaan aktiva, produk, pemasaran, pertumbuhan pendapatan, deviden, kinerja manajemen, dan lainnya yang menyangkut prospek perusahaan.

2) Analisis Teknikal

Pendekatan ini memusatkan perhatiannya pada harga sekuritas. Analisis teknikal mampu memprediksi harga saham untuk masa yang akan datang berdasarkan pergerakan harga saham di masa lampau. Hasil analisisnya bersifat jangka pendek. Kelebihan dari analisis ini adalah analisis ini bersifat relatif lebih cepat dan mudah, sehingga tidak perlu terlibat dalam angka-angka keuangan yang rumit.

Baik analisis fundamental maupun teknikal menggunakan data yang ekstensif. Padahal data merupakan informasi masa lampau. Investor tidak pernah tahu apakah kinerja perusahaan di masa mendatang akan sama dengan kinerja perusahaan di masa lalu. Kelemahan lainnya, kedua metode ini tidak luput dari subjektivitas karena banyak menggunakan asumsi. Hal inilah yang menyebabkan hasil a (1) dari masing-masing orang berbeda satu sama lain

Dalam penelitian ini, analisis fundamental yang digunakan terdiri dari analisis ekonomi, analisis industri, dan analisis perusahaan. Pertama, dengan analisis ekonomi, peneliti menjelaskan faktor-faktor makroekonomi yang berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Kedua, analisis industri yang digunakan pada penelitian ini adalah analisis lima kekuatan Porter [4] dan analisis resiko industri. Analisis resiko industri terdiri dari resiko operasional, resiko regulasi dan politik, dan resiko finansial. Sedangkan analisis lima kekuatan Porter terdiri dari 5 aspek yaitu ancaman pendaatang baru, kekuatan penyedia jasa atau barang, kekuatan pelanggan, ketersediaan substitusi, dan analisis kompetisi. Ketiga, analisis perusahaan yang terdiri dari penilaian atau valuasi nilai perusahaan berdasarkan data keuangan yang diproyeksikan berdasarkan strategi perusahaan, kinerja manajemen, dan sebagainya. Ada 3 metode valuasi [5] yang dapat digunakan, yaitu metode nilai absolut *discounted cash flow* (DCF), metode nilai relatif berdasarkan komparasi dengan perusahaan kompetitor, dan metode traksaksional melalui model dividen. Pada metode DCF, peneliti memprediksi arus kas masuk bersih yang dihasilkan perusahaan di masa mendatang untuk mengetahui nilai perusahaan saat ini. Metode nilai relatif dilakukan untuk mengetahui harga suatu saham berdasarkan komparasinya dengan perusahaan lain yang sejenis. Sedangkan pada metode dividen, peneliti menghitung nilai suatu perusahaan berdasarkan proyeksi dividen yang dihasilkan perusahaan di masa yang akan datang menggunakan formula Gordon [6] yaitu:

$$P = \frac{D_1}{r-g}$$

Dimana P adalah harga saham, r adalah konstanta *cost of equity capital*, dan g adalah konstanta tingkat pertumbuhan dividen yang diharapkan sampai waktu tak hingga (*perpetuity*).

Selain ketiga analisis diatas, penelitian ini juga mengumpulkan analisis pembandingan, melalui analisis Benjamin (Ben) Graham [7], Altman [8], analisis komposisi pemodal, dan rekomendasi dari analisis saham lainnya. Ben Graham, akademisi sekaligus guru Warren Buffet, menetapkan 10 kriteria dalam memilih saham, yaitu [7]:

- 1) *Earnings-to-price* setidaknya dua kali bunga obligasi dengan rating AAA
- 2) Nilai hutang kurang dari nilai buku ekuitas
- 3) Total hutang kurang dari dua kali *net current asset*

value

- 4) *Dividend yield* minimal dua pertiga dari suku bunga AAA
- 5) Harga saham dibawah dua pertiga dari *tangible book value* per saham
- 6) Harga saham dibawah dua per tiga aktiva lancar bersih per saham
- 7) Rasio *Price to Earning* (P/E) saat ini dibawah 40% rasio P/E tertinggi selama 5 tahun terakhir
- 8) Rasio lancar lebih besar dari dua
- 9) Pertumbuhan laba selama 10 tahun sebelumnya setidaknya sekitar 7% pertahun
- 10) Pertumbuhan pendapatan stabil sehingga pertumbuhannya tidak turun lebih dari 2 kali penurunan yang persentase penurunannya lebih besar dari 5% atau lebih pada 10 tahun terakhir.

Selanjutnya, analisis Altman [8] digunakan dalam penelitian ini karena analisis ini mampu memprediksi kebangkrutan menggunakan laporan keuangan menggunakan parameter yang lebih terukur daripada sekedar hubungan rasio-rasio keuangan. Di Amerika Serikat, Altman menunjukkan bahwa metodenya dapat bermanfaat untuk memprediksi kegagalan atau kebangkrutan suatu perusahaan dengan tingkat ketepatan prediksi kebangkrutan sebesar 94 persen benar atau 62 benar dari total sampel enam puluh enam (untuk model MDA dengan tahun penelitian 1968), dan 95 persen benar dan enam puluh tiga benar dan enam puluh enam total sampel (untuk model MDA dengan tahun penelitian 1984). Perhitungan koefisien potensi kebangkrutan atau *z-score* dihitung menggunakan persamaan sebagai berikut:

$$Z\text{-score} = 1,2X_1 + 1,4X_2 + 3,3X_3 + 0,6X_4 + 1,0X_5 \quad (2)$$

Dimana:

- X_1 = Rasio modal kerja bersih terhadap total aktiva
- X_2 = Rasio laba ditahan terhadap total aktiva
- X_3 = Rasio EBIT terhadap total aktiva
- X_4 = Nilai buku modal terhadap nilai buku hutang
- X_5 = Rasio penjualan terhadap total aktiva

Berdasarkan model tersebut perusahaan yang mempunyai skor $Z > 2,99$ diklasifikasikan sebagai perusahaan sehat, sedangkan perusahaan yang mempunyai skor $Z < 1,81$ diklasifikasikan sebagai perusahaan potensial bangkrut. Selanjutnya skor antara 1,81 sampai 2,99 diklasifikasikan sebagai perusahaan pada *grey area* dimana resiko bangkrut pada level medium.

3 Metode Penelitian

Metode penelitian yang diterapkan pada penelitian ini adalah studi kasus pada Bristow Group Inc. (selanjutnya akan disebut Bristow atau "perusahaan" saja), dengan kode *ticker* BRS yang sahamnya diperdagangkan di New York Stock Exchange (NYSE) sejak tahun 1993. Laporan penelitian bersifat *initiating coverage*, artinya laporan peliputan yang pertama kali

dilakukan untuk perusahaan ini sehingga biasanya bersifat lebih independen daripada jenis penelitian *continuing report*.

Bristow berpusat di Houston, Texas, namun beroperasi secara global di Amerika Latin, Eropa, Australia, Afrika Barat, dan negara-negara lain termasuk Indonesia dengan total karyawan 3400 orang di seluruh dunia. Bristow menyediakan jasa transportasi helikopter sejak 1955. Bristow disebut-sebut sebagai penyedia jasa transportasi udara terbesar di dunia untuk industri energi lepas pantai berdasarkan jumlah armada yang dimilikinya [9].

Penelitian terhadap Bristow dimulai sejak Agustus 2012 sampai dengan Februari 2013 menggunakan metode wawancara dan survei lapangan ke pusat perusahaan di Texas. Untuk melengkapi data primer, penulis mengambil data sekunder melalui Thomson One, Bloomberg, laman web perusahaan dan kompetitor, dokumen perusahaan yang diunggah di Securities and Exchange Commission (SEC), dan peneliti lengkapi dengan pendapat beberapa analis sekuritas lainnya yang juga meliput Bristow.

Data dianalisis menggunakan teknik analisis deskriptif kualitatif dan kuantitatif. Analisis kualitatif mendeskripsikan perusahaan, posisi perusahaan dalam sektor industri yang ditekuninya, kompetisi di industri yang dimasukinya, dan resiko industri. Sedangkan analisis kuantitatif digunakan untuk menjabarkan metode valuasi dan proyeksi terhadap harga saham pada masa mendatang. Metode kuantitatif regresi linier digunakan untuk memproyeksikan pendapatan perusahaan dihubungkan terhadap berbagai faktor makroekonomi dan mikroekonomi sedangkan metode *time series* untuk memprediksi pertumbuhan *property, plant and equipment* (PPE).

4 Pembahasan

Tujuan akhir penelitian saham menggunakan analisis fundamental adalah untuk memutuskan saham tersebut sebaiknya:

- 1) Dibeli, yaitu apabila proyeksi imbal hasil (*return*) yang dihasilkan oleh saham tersebut lebih besar dari proyeksi imbal hasil rata-rata (*market outperform*). Secara praktis, kebijakan the Burkenroad Reports adalah untuk membeli harga saham yang diprediksikan akan naik lebih dari 20 persen dalam waktu satu tahun.
- 2) Dijual, yaitu apabila proyeksi imbal hasil yang dihasilkan oleh saham tersebut lebih rendah dari proyeksi imbal hasil rata-rata (*market underperform*). Investor disarankan menjual saham yang diprediksikan akan turun harganya pada tahun depan.
- 3) Disimpan atau *hold*, yaitu apabila proyeksi imbal hasil yang dihasilkan oleh saham tersebut sama dengan proyeksi imbal hasil rata-rata (*market perform*) atau ketika harga saham diprediksikan

tetap atau naik tidak lebih dari 20 persen pada tahun depan.

Ada berbagai aspek analisis fundamental yang dilaksanakan untuk memberikan pemahaman yang komprehensif tentang saham serta mengambil keputusan untuk jual, beli, atau simpan, yaitu:

1) Analisis ekonomi

Sejumlah faktor makroekonomi yang dipertimbangkan diantaranya harga minyak dunia dan Produk Domestik Bruto (PDB) negara-negara tempat Bristow beroperasi. Ketika harga minyak dunia turun, pelanggan industri jasa transportasi lepas pantai cenderung mengurangi operasinya di lepas pantai sehingga pendapatan Bristow akan berkurang. Semakin tinggi harga minyak dunia, semakin besar aktivitas pengebor minyak, semakin besar permintaan jasa transportasi untuk Bristow. Demikian juga dengan PDB, semakin tinggi PDB, semakin besar permintaan domestik akan jasa transportasi Bristow. Dengan menggunakan regresi linier sederhana, penulis memperoleh hubungan yang cukup kuat antara pendapatan dengan harga minyak dunia. Sedangkan hubungan antara pendapatan dengan PDB ternyata lemah. Lemahnya faktor PDB disebabkan diversifikasi negara yang dilakukan Bristow sehingga variansi faktor resiko negara cenderung saling melemahkan. Pada tahap selanjutnya, diperoleh suatu faktor lain dari sisi mikroekonomi yang lebih kuat mempengaruhi pendapatan perusahaan.

2) Analisis industri

a. Analisis lima kekuatan Porter

Industri jasa helikopter, khususnya untuk operasional industri minyak dan gas (migas) sebenarnya kompetitif walaupun pemainnya tidak banyak. Tekanan kompetisi diberikan oleh pemain-pemain lama yang merupakan perusahaan-perusahaan besar. Pemain baru sangat sulit memasuki industri ini disebabkan tingginya modal yang dibutuhkan, lamanya waktu untuk menjalin relasi, dan sulitnya manufaktur helikopter untuk memenuhi permintaan produksi helikopter. Jasa helikopter mempunyai posisi yang strategis dan sulit digantikan baik oleh kapal maupun pesawat bersayap tetap, khususnya untuk industri migas yang seringkali beroperasi di lokasi yang sulit dijangkau dengan infrastruktur landasan terbatas. Kekuatan operator helikopter seimbang baik dihadapkan dengan pelanggan maupun dengan manufaktur helikopter.

Di tengah industri yang cukup kompetitif, Bristow mempunyai posisi sebagai pemain lama yang kuat di pasar karena relasinya telah dijalin sejak 1953, segmentasi pasarnya premium, dan armadanya dapat berkembang pesat karena perusahaan berhasil melakukan *leasing* dengan biaya yang murah.

b. Analisis resiko industri

Resiko operasional dalam industri ini berasal dari karakteristik pendapatan industri jasa transportasi

helikopter untuk migas yang bersifat siklis. Perusahaan akan menurun pendapatannya pada saat musim dingin dimana kegiatan di laut lepas menurun pada suhu ekstrem. Kegiatan operasional perusahaan juga beresiko berhenti/terhambat apabila negosiasi manajemen dengan serikat pekerja gagal, apalagi mengingat lebih dari setengah pegawai Bristow tergabung dalam serikat pekerja. Selain itu, ketersediaan tenaga kerja di bidang penerbangan seperti pilot dan mekanik sangat terbatas sehingga operasional Bristow sangat tergantung pada kemampuan perusahaan menarik sumber daya manusia profesional di bidangnya.

Karena Bristow beroperasi di berbagai belahan dunia, resiko krisis ekonomi, politik, sosial, perubahan regulasi dan perang sangat besar. Misalnya ketika terjadi krisis di Libya, satu buah helikopter Bristow tidak dapat diselamatkan sehingga perusahaan menutup operasinya di negara tersebut. Begitu juga aturan mengenai kepemilikan perusahaan penerbangan di berbagai negara sehingga Bristow hanya dapat memiliki saham minoritas di negara tersebut. Aturan mengenai lingkungan juga perlu diperhatikan di setiap negara sehingga Bristow tetap dapat beroperasi di negara yang bersangkutan.

Dengan besarnya utang yang dipikul Bristow, maka resiko finansial perusahaan untuk mengembalikan pinjaman tersebut semakin besar.

3) Analisis perusahaan

a. Analisis kualitatif perusahaan

Pada penelitian ini, penulis mewawancarai manajemen yang terdiri dari direktur, wakil direktur bidang operasi, wakil direktur bidang komersial, wakil direktur bidang pengembangan bisnis, direktur relasi dan direktur keuangan. Dari wawancara ini penulis mendapati bahwa manajemen mempunyai kompetensi dan pengalaman di bidang aviasi dan energi serta komitmen yang kuat terhadap pertumbuhan perusahaan. Kualitas personil manajemen yang sangat baik juga dikonfirmasi berdasarkan data biografi masing-masing yang penulis peroleh data penelusuran daring dari sumber yang terpercaya yaitu laman web Bristow dan SEC.

Manajemen sangat memahami demografi pelanggannya yang sebagian besar adalah industri migas seperti Chevron dan BP yang menyumbang sekitar 20 persen pendapatan. Pelanggan ini tidak terlalu sensitif terhadap harga, tetapi sangat peduli pada faktor keselamatan yang ditawarkan Bristow. Berdasarkan survei lapangan peneliti menyimpulkan bahwa komitmen perusahaan terhadap keselamatan penerbangan dan pelayanan pelanggan yang baik akan meningkatkan harga jasa yang ditawarkan perusahaan sehingga meningkatkan pendapatan.

Pencetus pertumbuhan terpenting pada Bristow adalah pertumbuhan di pasar-pasar yang baru dimasuki perusahaan yaitu Kanada melalui investasi di Cougar Helicopters dan Brazil dengan membeli 42,5 persen saham Líder Aviacao Holdings S.A. Strategi perusahaan untuk menghasilkan pendapatan yang lebih besar dilakukan dengan cara menambah armadanya secara lebih ekstensif melalui skema *leasing*, tidak lagi membeli armadanya sendiri. Skema *leasing* memberikan fleksibilitas yang lebih luas untuk perusahaan dalam memberdayakan modal yang terbatas.

b. Analisis kuantitatif nilai perusahaan dan estimasi harga saham

Untuk menghitung nilai perusahaan dan mengestimasi harga saham yang wajar, peneliti menggunakan tiga metode valuasi. Pertama, metode DCF. Peneliti memprediksi arus kas masuk bersih yang dihasilkan perusahaan di masa mendatang untuk mengetahui nilai perusahaan saat ini.

Untuk memproyeksikan kinerja keuangan Bristow di masa mendatang, peneliti menggunakan sejumlah asumsi untuk memproyeksikan arus kas perusahaan dengan asumsi konservatif. Asumsi konservatif (bukan agresif) digunakan karena peneliti melihat pertumbuhan Bristow sangat stabil selama 10 tahun ke belakang, sehingga penulis memiliki ekspektasi bahwa pertumbuhan 10 tahun ke depan akan mengikuti tren yang serupa berdasarkan analisis ekonomi dan analisis industri yang telah dilaksanakan sebelumnya. Selanjutnya, proyeksi arus kas dilakukan menggunakan langkah berikut:

Gambar 1. Langkah Proyeksi Arus Kas

	Laporan Laba Rugi		Neraca		Laporan Arus Kas	
Aktivitas Operasi	Mulai	Estimasi	→	Estimasi	→	Hitung
Aktivitas Investasi		Estimasi	←	Hitung	←	Estimasi
Aktivitas Pendanaan		Estimasi	←	Hitung	←	Estimasi

Sumber: The Burkenroad Reports

Berdasarkan gambar diatas, untuk menghitung arus kas dari aktivitas operasi, peneliti memulainya dengan

memproyeksikan aktivitas operasi terkait pada laporan laba rugi dilanjutkan dengan aktivitas operasi pada

neraca. Sedangkan untuk memprediksi akurasi laba bersih, peneliti memulainya dengan memproyeksikan arus kas dari aktivitas investasi dan pendanaan.

- Proyeksi aktivitas operasi

Dengan menggunakan model regresi linier, peneliti mencari faktor-faktor yang paling berpengaruh terhadap pendapatan. Beberapa variabel independen yang dipertimbangkan diantaranya jumlah helikopter yang dioperasikan, harga minyak dunia, iklim, jumlah rig yang dimiliki perusahaan pengebor minyak, PDB negara-negara tempat Bristow beroperasi, dan PPE. Ternyata faktor terakhir memiliki korelasi yang sangat tinggi sebesar 97,39 persen. Setiap PPE bertambah satu juta dolar, pendapatan akan naik sebesar \$78,000. Ini menjadi dasar dalam memproyeksikan pendapatan perusahaan.

Lebih dari 40 persen pendapatan Bristow diperoleh di Eropa. Selain jasa helikopter, Bristow juga menyediakan training pilot dan jasa *Search and Rescue*, namun pendapatan jasa sampingan ini tidaklah signifikan terhadap pendapatan jasa helikopter.

Penulis menggunakan rata-rata *gross profit margin*, tarif bunga, perputaran utang dan piutang, serta perputaran total aset pada 3 tahun terakhir untuk memproyeksikan perubahan piutang, utang, dan inventori.

- Proyeksi aktivitas investasi

Berdasarkan analisis *time series*, peneliti melihat bahwa Bristow memang cenderung menginvestasikan sekitar \$160,000 berupa PPE per tahun. Hal ini juga sesuai dengan proyeksi perusahaan yang dipaparkan oleh manajemen Bristow bahwa perusahaan akan menambah armadanya. Penambahan armada dilakukan baik melalui skema *leasing* maupun investasi di berbagai perusahaan lain di negara-negara yang belum dimasukinya. Baik untuk kedua metode tersebut, peneliti tidak mengasumsikan adanya perubahan pada akun *goodwill* atau tanah meskipun investasi ataupun divestasi sangat mungkin mempengaruhi kedua variabel tersebut.

- Proyeksi aktivitas pendanaan

Peneliti memproyeksikan bahwa Bristow akan mendanai investasi jangka panjangnya

menggunakan utang, dan tidak akan mengeluarkan saham biasa baru sampai tahun 2020. Meskipun demikian, peneliti tetap mengasumsikan perusahaan akan memberikan pegawainya opsi saham dan membeli kembali saham biasa yang beredar untuk menutup opsi saham untuk pegawai ini. Proyeksi ini berdasarkan kecenderungan perusahaan yang terus merestrukturisasi utang serta mengeluarkan obligasi untuk membiayai investasi di Cougar.

Analisis fundamental keuangan pada the Burkenroad Reports selalu dimulai dari laporan keuangan perusahaan yang menjadi objek penelitian selama maksimal 10 tahun ke belakang yang menjabarkan data keuangan triwulanan. Data keuangan yang lebih lampau dari 10 tahun dianggap sudah tidak relevan karena data terlampau lama sehingga tidak bisa menggambarkan tren terbaru.

Selanjutnya data keuangan tersebut akan dibuatkan proyeksinya selama 2-3 tahun ke depan dalam bentuk data triwulanan serta 7-8 tahun selanjutnya dalam bentuk data tahunan. Dengan demikian, penelitian terhadap fundamental perusahaan dilakukan dalam kurun waktu 20 tahun, yaitu 10 tahun sebelum dan 10 tahun setelah penelitian. Data proyeksi digunakan sebagai kroscek setiap aktivitas masa depan yang dilakukan perusahaan, misalnya aktivitas pendanaan seperti obligasi. Dengan demikian, analis dapat mengetahui setiap deviasi yang terlalu besar dari toleransi proyeksi dan memperbarui proyeksinya setiap data laporan keuangan terbaru diunggah perusahaan. Ketika terjadi deviasi, peneliti harus memperbarui model proyeksinya dengan menyesuaikan modelnya dengan informasi terbaru yang rasional. Apabila informasi perusahaan tidak masuk akal, peneliti mempunyai alasan untuk mengindikasikan terjadinya kesalahan pelaporan keuangan, baik disengaja maupun tidak disengaja.

Dengan adanya proyeksi laporan arus kas untuk 10 tahun ke depan, peneliti dapat menghitung nilai sekarang dari jumlah arus kas masuk bersih yang didiskonto sebesar 10,96% sebagai *weighted average cost of capital* dan 3% sebagai *terminal growth rate*, sehingga diperoleh nilai perusahaan sebesar \$1,618,329,000 dan estimasi harga saham wajar pada tahun depan adalah \$34.99. Dasar perhitungan nilai bersih kas masuk ditunjukkan oleh tabel berikut:

Tabel 1. Estimasi Kas Masuk Perusahaan (dalam 1000 USD)

Keterangan	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<i>Operating cash flows</i>	262,375	264,390	266,295	273,663	284,212	290,612	298,855	308,418	318,354	328,799	328,799
<i>Net capital expenditures (from investing cash flows)</i>	-160,000	-160,000	-160,000	-160,000	-160,000	-160,000	-160,000	-160,000	-160,000	-160,000	-160,000
<i>Interest Expense</i>	21,935	17,548	17,548	17,548	17,548	17,548	17,548	17,548	17,548	17,548	17,548
<i>Interest net of tax benefit</i>	16,890	13,512	13,512	13,512	13,512	13,512	13,512	13,512	13,512	13,512	13,512
<i>Free cash flow</i>	119,265	117,902	119,807	127,175	137,724	144,124	152,367	161,930	171,866	182,311	182,311

Perhitungan harga saham menggunakan nilai beta perusahaan sebesar 1,38 yang diperoleh dari

Bloomberg. Harga saham pada tahun mendatang adalah harga saham wajar hasil perhitungan DCF yang

diasumsikan tumbuh sebesar 10,96 persen.

Kedua, valuasi harga saham dilakukan dengan melakukan komparasi rasio keuangan dengan perusahaan-perusahaan lain yang sejenis. Ada dua perusahaan yang dianggap kompetitor Bristow, yaitu Seacor Holdings Inc dan PHI berdasarkan jenis produk dan jasa yang ditawarkan, lokasi operasinya, serta jenis

pelanggannya. Selain menggunakan data kedua perusahaan dari Bloomberg, penulis juga mengumpulkan data rata-rata industri menurut analis saham lainnya yaitu Morning Star. Pada tabel berikut, peneliti menghitung rata-rata rasio keuangan industri sejenis dan estimasi harga saham berdasarkan komparasinya.

Tabel 2. Rasio Keuangan Industri Sejenis dan Estimasi Harga Saham Komparasi [3]

Keterangan	P/E	P/BV	P/CFPS	EV/EBITDA	EV/Sales
Rata-rata industri sejenis	28,67	1,08	9,50	9,72	1,46
Estimasi harga saham Bristow	\$124.50	\$51.07	\$17.37	\$85.65	\$61.26

Estimasi harga saham komparasi berdasarkan data sebagai berikut:

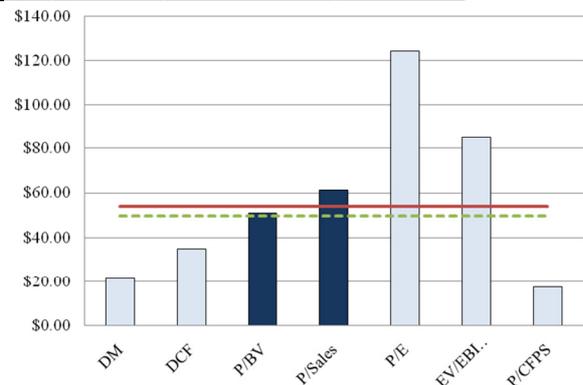
- *Earnings per share* atau E sebesar \$4.34
- *Cash Flow Per Share* atau CFPS sebesar \$1.83
- *Book Value per share* atau BV sebesar \$47.14
- *Earnings Before Interests, Tax, and Depreciation* atau EBITDA sebesar \$315,509
- *Sales* sebesar \$1,501,793

Ketiga, mengestimasi harga saham yang wajar, peneliti menggunakan proyeksi dividen yang dihasilkan perusahaan di masa yang akan datang. Perusahaan mulai membagikan dividen pada tahun 2011 sebesar \$0.15 per saham per triwulan dan menaikannya sebesar \$0.20 per saham per triwulan pada Juni 2012. Walaupun tindakan ini menarik bagi sebagian pemodal, namun perusahaan akan kehilangan pendanaan internal yang dapat digunakan untuk mengembangkan usahanya, sehingga investor yang berorientasi pada pertumbuhan dan kenaikan harga malah cenderung menghindari saham ini. Meskipun demikian, peneliti menggunakan model Gordon dengan mengasumsikan kenaikan dividen sebesar 33,3% per tahun, dividen sebesar \$1.07 pada tahun depan, bunga diskonto 8%, dan *terminal dividend growth rate* 3% sehingga diperoleh harga saham estimasi sebesar \$21.4 menggunakan persamaan:

$$\frac{D_1}{r - g} = \frac{\$1.07}{8\% - 3\%} = \$21.4$$

Terakhir, dengan menggunakan ketiga metode diatas, peneliti menggunakan grafik yang biasa disebut "football field" untuk melihat hasil valuasi yang konvergen sehingga dianggap masuk akal seperti gambar berikut:

Gambar 2. Estimasi Harga Saham Menggunakan Berbagai Metode Valuasi [3]



Pada grafik diatas, garis berwarna hijau atau garis putus-putus menggambarkan harga saham Bristow saat ini yaitu \$49.48. Tim peneliti menilai hanya ada dua metode valuasi yang mendekati harga saat ini yaitu metode P/BV dan EV/Sales dari metode komparasi. Untuk menentukan perkiraan harga saham tahun depan, peneliti memberikan bobot sebesar 70% untuk metode P/BV dan 30% untuk metode EV/Sales sehingga harga saham yang diproyeksikan adalah \$54.00 dan digambarkan dengan garis merah lurus dan solid pada gambar diatas. Selanjutnya, hasil analisis diatas akan dibandingkan dengan metode fundamental lainnya agar memperoleh rekomendasi yang lebih holistik.

4) Analisis perbandingan

a. Analisis Ben Graham

The Burkenroad Reports menggunakan modifikasi analisis Ben Graham sebagai perbandingan untuk menentukan keputusan akhir. Modifikasi dilakukan karena tim peneliti menilai sejumlah parameter kurang relevan dengan demografi obyek penelitian yang umumnya mempunyai kapitalisasi pasar tergolong rendah serta menyesuaikan dengan desain penelitian yang berlandaskan pada jangkauan data masa lampau yang dianggap relevan. Pada penelitian ini, sebuah saham dianalisis menggunakan 8 kriteria, yaitu:

- i. *Earnings-to-price* setidaknya dua kali suku bunga bank sentral jangka panjang (10 tahun). Suku bunga bank sentral menggantikan suku bunga obligasi AAA karena data bank sentral lebih mudah dikonfirmasi, lebih stabil, dan lebih

- obyektif untuk dijadikan acuan dibandingkan obligasi perusahaan yang sangat bergantung lembaga peneringkat obligasi.
- ii. Nilai hutang kurang dari nilai buku ekuitas
 - iii. *Dividend yield* minimal $\frac{1}{2}$ (bukan $\frac{2}{3}$) dari suku bunga bank sentral jangka panjang
 - iv. Harga saham dibawah 1,5 (bukan $\frac{2}{3}$) dari *tangible book value* per saham
 - v. Rasio P/E saat ini dibawah 50 (bukan 40) persen rasio P/E tertinggi selama 5 tahun terakhir
 - vi. Rasio lancar lebih besar dari dua
 - vii. Pertumbuhan laba selama 5 (bukan 10) tahun sebelumnya setidaknya sekitar 7% pertahun.
 - viii. Pertumbuhan pendapatan stabil 5 (bukan 10) tahun terakhir.

Dengan demikian, ada dua kriteria yang tidak digunakan yaitu total hutang kurang dari dua kali *net current asset value* dan harga saham dibawah dua per tiga aktiva lancar bersih per saham. Keputusan untuk tidak menggunakan kesepuluh kriteria Ben Graham bukan hanya dilakukan oleh penelitian ini. Selain the Burkenroad Reports, Oppenheimer [10] juga hanya menggunakan maksimum 3 dari 10 kriteria Ben Graham, meskipun demikian Oppenheimer membuktikan bahwa dengan hanya menggunakan 2 kriteria saja, portofolio saham yang diperolehnya sukses memberikannya rata-rata imbal hasil tahunan yang sangat besar yaitu sebesar 38 persen.

Standar yang digunakan oleh the Burkenroad Reports untuk memberikan keputusan jual, beli, atau simpan berdasarkan kondisi berikut:

Tabel 3. Standar The Burkenroad Reports untuk Analisis Pembeding Ben Graham

Poin	Interpretasi
1 – 2	Jual, sebab <i>Ben would not invest</i>
3 – 4	Jual atau simpan, sebab <i>Ben would consider the possibility</i>
5 – 6	Beli atau simpan, sebab saham mulai <i>attractive to Ben</i>
7 – 8	Beli, sebab <i>Ben might rise from the dead to buy this stock</i>

Sumber: The Burkenroad Reports, diolah

Jumlah poin dihitung dari setiap kriteria Ben Graham. Apabila 1 kriteria berhasil dipenuhi oleh suatu saham, maka saham tersebut memperoleh 1 poin. Dengan menggunakan metode ini, peneliti menilai bahwa saham Bristow cukup menarik untuk dibeli karena berhasil memperoleh 5 poin dari maksimum 8. Saham Bristow tidak memenuhi kriteria v, vii, dan viii dari rincian diatas.

b. Analisis Altman

Dengan menggunakan formula *z-score* Altman (persamaan 2 diatas), diperoleh tabel berikut:

Tabel 4. *Z-Score* Bristow Tahun 2009 – 2011 [3]

Tahun	2009	2010	2011
<i>Z-Score</i>	1,94	2,24	2,18

Berdasarkan tabel diatas, terlihat bahwa Bristow mempunyai resiko kebangkrutan level medium yang disebabkan aset yang dimiliki Bristow sangat besar. Semakin rendah resiko kebangkrutan perusahaan, peneliti semakin cenderung kepada keputusan untuk membeli. Pada kasus Bristow yang mengindikasi daerah abu-abu, peneliti umumnya cenderung memberikan keputusan *hold* atau simpan.

c. Analisis komposisi pemodal

Dari 35.750.092 lembar saham yang dikeluarkan oleh Bristow, lebih dari 99,5 persen dijual bebas di pasar modal, hanya 0,57 persen yang dimiliki oleh orang dalam, termasuk direktur yang memiliki 0,12 persen saham. Pada durasi penelitian, sejumlah 370.000 lembar saham mengalami penjualan bersih. Kebanyakan pemodal yang memegang saham Bristow adalah pemodal institusi. Kedua informasi terakhir mengimplikasikan bahwa pemodal berharap harga saham Bristow akan naik dalam jangka panjang.

d. Analisis pembeding dari analisis saham lain

Sejumlah sentimen yang disampaikan analisis saham lainnya yang merekomendasikan “beli” menyebutkan bahwa Bristow telah mengambil arah yang tepat dengan skema *leasing* dan investasi di negara-negara baru, apalagi ditambah fakta bahwa perusahaan mulai membagikan dividen. Kantor sekuritas Dahlman Rose memproyeksikan harga saham tertinggi di tahun depan sebesar \$56.00 sedangkan terendah \$52.67. Namun, lebih banyak analisis yang berpendapat netral, atau keputusan *hold* karena menilai strategi Bristow tidak cukup untuk membuat harga sahamnya melesat lebih tinggi daripada harga saham rata-rata.

Berdasarkan analisis fundamental diatas, tim peneliti menyarankan investor untuk melakukan posisi *hold* atau simpan saham Bristow karena kenaikan harga saham yang diproyeksikan tidak berbeda secara signifikan dengan kenaikan harga saham rata-rata di pasar modal.

5 Kesimpulan, Saran, dan Implikasi

Analisis fundamental yang dilakukan pada penelitian ini terdiri dari analisis ekonomi, analisis industri, dan analisis perusahaan, dilanjutkan dengan analisis pembeding. Analisis industri yang digunakan adalah analisis lima kekuatan Porter dan analisis resiko industri. Analisis valuasi nilai perusahaan menggunakan metode *discounted cash flow*, metode nilai relatif komparasi, dan model dividen. Selain ketiga analisis diatas, penelitian ini juga mengumpulkan analisis pembeding melalui analisis Ben Graham, Altman, analisis komposisi pemodal, dan rekomendasi dari analisis saham lainnya. Berdasarkan

analisis fundamental tersebut, peneliti memprediksikan kenaikan harga menjadi \$54 dari harga saat ini \$49.48.

Peneliti menyarankan untuk *hold* saham Bristow pada akhir periode penelitian karena saham diprediksikan naik dalam satu tahun ke depan dengan pertumbuhan harga kurang dari 20 persen.

Artikel ini diharapkan menjadi referensi bagi peneliti Indonesia untuk mengeksplorasi berbagai metode pemilihan saham yang mungkin sesuai diterapkan di Indonesia. Hingga saat ini, belum banyak penelitian ke arah berbagai metode yang sebenarnya telah teruji di luar negeri namun belum banyak diterapkan di Indonesia seperti metode Ben Graham dan Altman. Kedua metode ini memberikan prinsip dasar seleksi saham yang sebenarnya dapat dimodifikasi dan disesuaikan dengan kondisi saham Indonesia.

Ucapan Terima Kasih

Penulis berterima kasih kepada Linda McNeill, Leila McKinley, William Chiles, Jonathan Baliff, Jeremy Akel, Maggie Montagne, dan Stuart Walker, atas penjelasan langsung mengenai Bristow di Texas dalam survei lapangan untuk penelitian ini.

Penulis juga menyampaikan ucapan terima kasih kepada teman satu tim the Burkenroad Reports yaitu Barrett Cooper, Reid Pennebaker, Pallav Mishra, dan Edward "Ned" Rider yang telah berkontribusi pada laporan penelitian serta Michael The Burkadt, Anthony Wood, Lesley Baker dan Peter Ricchiuti atas supervisi yang penulis terima selama pembuatan laporan penelitian ini.

Daftar Pustaka

- [1] The Wall Street Journal, October 1995.
- [2] S. Vibby, *Jual Saham Anda Lebih Mahal*, Vibby Publishing, Jakarta, Indonesia, 2007.
- [3] B. Cooper, D. Kartikasari, R. Pennebaker, P. Mishra, E. Rider, "Bristow Group Inc (BRS/NYSE) Initiating Coverage: Cruising to New Territory", *The Burkenroad Reports*, New Orleans, USA, pp. 1-32, October 2012.
- [4] M. E. Porter, *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*, Free Press, New York, USA, 1998.
- [5] A. Damodaran, *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, Wiley Finance, USA, 2012.
- [6] M. Gordon, "Dividends, Earnings and Stock Price", *Review of Economics and Statistics* (The MIT Press), 41 (2), pp. 99-105, 1959.
- [7] B. Graham, *The Intelligent Investor*, Cetakan Pertama. Terj. Rachmat Febrianto & Kurniawan Abdullah, CV Pijar Nalar Indonesia, Depok, 1973.
- [8] E. Altman, "Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy", *Journal of Finance*, USA, September 1968.
- [9] www.bristowgroup.com
- [10] Oppenheimer, H. R., "A Test of Ben Graham's Stock Selection Criteria", *Financial Analysts Journal*, 40 (5), pp. 68-74, 1984.