

BAB V

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

5.1 Deskripsi Objek Penelitian

Penelitian ini menggunakan metode *Enterprise Discounted Cash Flow* (*Enterprise DCF*) untuk menghitung harga intrinsik saham PT Aneka Tambang Tbk (ANTM) berdasarkan data historis yang mencakup laporan keuangan dan harga saham perusahaan periode 2017–2023. Analisis ini bertujuan untuk membandingkan harga intrinsik dengan harga pasar. sehingga dapat diketahui apakah saham ANTM berada dalam kondisi *undervalued*, *overvalued*, atau *fair value*.

Perhitungan dimulai dengan menghitung *Free Cash Flow to Firm* (FCFF). yaitu jumlah kas yang tersedia bagi seluruh penyandang dana perusahaan setelah kebutuhan operasional dan investasi terpenuhi. FCFF dihitung dari laba operasional setelah pajak (EBIT setelah pajak). ditambah penyusutan. dikurangi belanja modal (capital expenditure) dan perubahan modal kerja. Seluruh komponen diambil dari laporan keuangan tahunan PT Aneka Tambang Tbk.

Selanjutnya. *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) dihitung sebagai rata-rata tertimbang biaya ekuitas dan biaya utang yang disesuaikan dengan struktur modal perusahaan. Perhitungan WACC menggunakan data historis setiap tahun untuk mencerminkan tingkat diskonto yang relevan.

Tahap berikutnya adalah menghitung *Terminal Value* (TV). yang merepresentasikan nilai perusahaan setelah periode observasi. Dalam penelitian ini. TV dihitung berdasarkan FCFF tahun 2023 dengan asumsi pertumbuhan konservatif sebesar 3% per tahun. mengacu pada data FCFF terakhir dan tidak menggunakan proyeksi masa depan yang penuh asumsi. Nilai ini kemudian didiskontokan ke nilai sekarang menggunakan WACC.

Nilai sekarang dari FCFF dan TV dijumlahkan untuk memperoleh *Enterprise Value* (EV). Setelah dikurangi utang bersih. diperoleh *Equity Value*. Nilai ekuitas ini kemudian dibagi dengan jumlah saham beredar untuk mendapatkan harga intrinsik per lembar saham ANTM.

Harga intrinsik mencerminkan estimasi nilai wajar saham berdasarkan analisis fundamental jangka panjang. sedangkan harga pasar adalah harga penutupan saham di bursa pada akhir tahun. Perbandingan antara keduanya digunakan untuk mengidentifikasi status valuasi saham.

Perlu dicatat bahwa tahun 2020 dan 2021 tidak dimasukkan dalam analisis karena dianggap outlier akibat dampak pandemi COVID-19. yang menyebabkan volatilitas harga saham dan anomali kinerja keuangan.

5.2 Penyajian Data Keuangan PT. Aneka Tambang Tbk

Penyajian data ini berfokus pada laporan keuangan PT Aneka Tambang Tbk (ANTM) selama periode 2017–2023 yang digunakan untuk menghitung *Free Cash Flow to Firm* (FCFF) serta menganalisis harga intrinsik saham dengan pendekatan *Enterprise Discounted Cash Flow* (Enterprise DCF). Berikut merupakan data-data yang digunakan:

5.2.1 Laporan Laba Rugi (*Income Statement*)

Digunakan untuk memperoleh EBIT. dan penyusutan.

Tabel 5.1 EBIT dan Depreciation Periode 2017-2023

No.	Tahun	EBIT	Depreciation
1	2017	600.606.318.000	773.313.277.000
2	2018	1.852.728.851.000	937.835.416.000
3	2019	955.614.818.000	1.054.093.936.000
4	2022	3.941.871.000.000	813.930.000.000
5	2023	2.616.894.000.000	1.405.591.000.000

(Sumber : Laporan Keuangan Tahun 2017-2023 PT Aneka Tambang Tbk)

5.2.2 Neraca (*Balance Sheet*)

Digunakan untuk mendapatkan nilai *Capital Expenditures* (CapEx) dan Perubahan Modal Kerja (Δ *Working Capital*)

Tabel 5.2 Capital Expenditures dan Δ Working Capital Periode 2017-2023

No.	Tahun	Capital Expenditures	Δ Working Capital
1	2017	2.352.288.050.000	-755.722.432.000
2	2018	2.144.117.503.000	788.830.307.000
3	2019	1.235.387.081.000	48.127.380.000
4	2022	700.616.000.000	1.170.026.000.000
5	2023	1.439.343.000.000	1.032.666.000.000

(Sumber : Laporan Keuangan Tahun 2017-2023 PT Aneka Tambang Tbk)

5.2.3 Tax Rate

Diperoleh dari perbandingan beban pajak dan laba sebelum pajak.

Tabel 5.3 Tax Rate (%) Periode 2017-2023

No.	Tahun	Beban Pajak	Laba Sebelum Pajak	Tax Rate (%)
1	2017	317.893.255.000	454.396.524.000	69.96%
2	2018	391.075.213.000	1.265.501.806.000	30.90%
3	2019	493.182.022.000	687.034.053.000	71.78%
4	2022	1.393.807.000.000	5.214.771.000.000	26.73%
5	2023	776.833.000.000	3.854.481.000.000	20.15%

(Sumber : Laporan Keuangan Tahun 2017-2023 PT Aneka Tambang Tbk)

5.2.4 Saham Beredar dan Harga Saham Penutupan

Sebelum menghitung *Weighted Average Cost of Capital* (WACC). langkah pertama yang perlu dilakukan adalah mengumpulkan data tentang jumlah saham yang beredar dan harga saham penutupan. Data saham beredar diperoleh dari laporan tahunan perusahaan. sementara harga saham penutupan diperoleh dari data Bursa Efek Indonesia pada akhir setiap tahun periode pengamatan. Informasi ini diperlukan untuk menghitung nilai pasar ekuitas (E). yang menjadi komponen utama dalam perhitungan WACC.

Tabel 5.4 Beredar dan Harga Saham Penutupan Periode 2017-2023

No.	Tahun	Jumlah Saham Beredar (lembar)	Harga Penutupan Saham (Rp)
1	2017	24.030.764.300	625.00
2	2018	24.030.764.300	765.00
3	2019	24.030.764.300	840.00
4	2022	24.030.764.300	1.985.00
5	2023	24.030.764.300	1.705.00

(Sumber : Data diolah dari Laporan Tahunan Perusahaan dan Bursa Efek Indonesia (BEI))

5.2.5 Nilai Pasar Utang (D)

Setelah mengetahui jumlah saham beredar dan harga saham penutupan. langkah selanjutnya adalah menghitung nilai pasar utang. Nilai pasar utang dihitung berdasarkan total utang perusahaan yang tercatat dalam laporan keuangan untuk periode yang relevan.

Tabel 5.5 Nilai Pasar Utang (D) Periode 2017-2023

No.	Tahun	Total Utang (Rp)
1	2017	11.519.420.212.000
2	2018	11.478.702.721.000
3	2019	11.635.516.806.000
4	2022	9.919.860.000.000
5	2023	11.685.659.000.000

(Sumber : Laporan Keuangan Tahunan PT Aneka Tambang Tbk)

5.2.6 Tingkat Pengembalian Bebas Risiko (rf)

Tingkat pengembalian bebas risiko (*risk-free rate / rf*) digunakan dalam perhitungan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) untuk menentukan ekspektasi imbal hasil saham. Dalam penelitian ini. rf didasarkan pada rata-rata suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI) per tahun. Data diperoleh dari suku bunga SBI bulanan yang dipublikasikan oleh Bank Indonesia.

Berikut disajikan data rata-rata tahunan suku bunga SBI sebagai acuan rf selama periode pengamatan:

Tabel 5.6 Rata-rata Risk-Free Rate (SBI) per Tahun Periode 2017-2023

No.	Tahun	Rata-rata SBI (%)	Nilai Maksimum (%)	Nilai Minimum (%)
1	2017	4.56	4.75	4.25
2	2018	5.10	5.75	4.25
3	2019	5.63	6.00	5.00
4	2022	3.82	4.25	3.50
5	2023	5.16	5.75	4.50

(Sumber : Laporan Keuangan Tahunan PT Aneka Tambang Tbk)

5.2.7 Tingkat Pengembalian Pasar (Rm)

Tingkat pengembalian pasar merupakan indikator penting dalam analisis keuangan yang mencerminkan fluktuasi nilai pasar secara keseluruhan. Dalam penelitian ini, proksi pasar yang digunakan adalah Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Data yang digunakan diperoleh dari situs resmi *Investing.com* selama periode tahun 2017 hingga 2023.

Pergerakan IHSG dari bulan ke bulan mencerminkan respons pasar terhadap kondisi ekonomi, politik, maupun global yang terjadi pada saat itu. Data tingkat pengembalian pasar dihitung dari perubahan indeks IHSG bulanan, yang akan digunakan dalam analisis *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) di bagian selanjutnya.

Berikut disajikan data historis tingkat pengembalian pasar selama periode penelitian:

**Tabel 5.7 Pergerakan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) Bulanan
Periode 2017-2023**

Periode	2017	2018	2019	2022	2023
Januari	5.294.10	6.605.63	6.532.97	6.631.15	6.943.25
Februari	5.386.69	6.597.22	6.444.35	6.638.17	6.943.28
Maret	5.568.11	6.188.99	6.468.75	7.071.44	6.782.62
April	5.685.30	5.994.60	6.455.75	7.128.91	6.762.81
Mei	5.738.15	5.983.59	6.299.13	7.148.98	6.762.58
Juni	5.829.71	5.799.24	6.301.53	7.161.52	6.811.21
Juli	5.840.94	5.936.44	6.391.05	7.124.44	6.812.57
Agustus	5.846.06	5.867.88	6.367.28	7.099.88	6.811.88
September	5.900.85	5.976.56	6.168.10	7.208.09	6.848.01
Oktober	6.005.78	5.831.65	6.223.23	7.020.58	6.848.21
November	5.952.14	6.056.12	6.611.83	7.028.90	6.854.10

Desember	6.355.65	6.194.50	6.295.43	6.850.62	7.153.19
----------	----------	----------	----------	----------	----------

(Sumber : Data diolah 2024 (<https://id.investing.com/indices/idx-composite-historical-data>))

Tabel 5.8 Tingkat Pengembalian Pasar Bulanan (Rm) Periode 2017–2023

Periode	2017	2018	2019	2022	2023
Januari	-	3.93	5.46	3.88	1.34
Februari	1.75	-0.13	1.37	3.88	1.43
Maret	3.37	-6.19	0.46	-2.66	-1.51
April	2.10	3.14	0.21	2.22	0.86
Mei	0.93	-0.81	1.32	-0.45	0.82
Juni	1.60	3.88	2.41	3.52	2.48
Juli	0.19	2.37	0.51	-1.06	0.37
Agustus	0.40	1.15	0.52	3.27	0.29
September	-0.63	1.85	-0.57	-2.10	-0.82
Oktober	1.78	2.42	-3.81	1.11	0.27
November	-	0.86	4.43	2.42	2.98
Desember	6.78	2.28	4.72	2.40	1.94
Jumlah	18.63	7.15	17.06	3.93	4.95
Mean	1.55	0.17	0.18	0.30	0.38
Std Dev	1.56	3.15	2.94	2.39	1.25
Min	-	-6.19	-3.81	-3.32	-1.51
Max	6.78	5.46	5.46	3.88	2.98

(Sumber : Data diolah 2024 (<https://id.investing.com/indices/idx-composite-historical-data>))

5.2.8 Risiko Sistematis Saham ANTM (Beta/βi)

Nilai risiko sistematis saham PT Aneka Tambang Tbk (ANTM) diukur menggunakan *koefisien beta* (β_i) berdasarkan data return saham dan *return* pasar selama periode 2017 hingga 2023. Data nilai beta setiap tahunnya disajikan dalam tabel berikut:

Tabel 5.9 Nilai Risiko Sistematis Koefisien Beta (β_i) Periode 2017–2023

No.	Tahun	Bi	Pertumbuhan (%)
1	2017	0.563	-
2	2018	1.348	139.43
3	2019	1.727	28.12
4	2022	1.229	-46.45
5	2023	0.957	-22.13
	Rata-rata	1.392	

(Sumber: Laporan Keuangan ANTM 2017–2023, diolah 2024)

5.2.9 Biaya Utang (rd)

Sebelum menghitung *Weighted Average Cost of Capital* (WACC). diperlukan informasi mengenai biaya utang perusahaan. Biaya utang dihitung berdasarkan data beban bunga dan total utang yang diperoleh dari laporan keuangan tahunan PT Aneka Tambang Tbk untuk setiap tahun periode pengamatan. Informasi ini digunakan untuk mengetahui seberapa besar beban biaya atas dana pinjaman yang ditanggung perusahaan.

Tabel 5.10 Penyajian Data Beban Bunga dan Total Utang

No.	Tahun	Beban Bunga (Rp)	Total Utang (Rp)
1	2017	607.685.684.000	11.523.569.853.000
2	2018	554.331.857.000	13.567.160.084.000
3	2019	233.360.576.000	12.061.488.555.000
4	2022	381.088.000.000	9.825.211.000.000
5	2023	215.144.000.000	11.685.659.000.000

(Sumber: Laporan Keuangan ANTM 2017–2023, diolah 2024)

5.3 Analisis Data

Menurut Sugiyono (2010:206). analisis data pada penelitian kuantitatif dilakukan setelah semua data yang dibutuhkan terkumpul. Penelitian ini menerapkan metode *Enterprise Discounted Cash Flow* (*Enterprise DCF*) untuk menentukan harga intrinsik saham PT Aneka Tambang Tbk (ANTM). Metode ini relevan digunakan pada perusahaan dengan arus kas yang relatif stabil serta memiliki data historis yang memadai.

5.3.1 Menghitung *Free Cash Flow to Firm* (FCFF) Berdasarkan Data Historis

Perhitungan FCFF dilakukan berdasarkan data historis periode 2017–2023. menggunakan informasi dari *Cash Flow from Operations* (CFO) dan *Cash Flow from Investing* (CFI). CFO digunakan untuk memperoleh EBIT setelah pajak. depresiasi. dan perubahan modal kerja (*working capital*). sedangkan CFI digunakan untuk mendapatkan nilai belanja modal (*capital expenditures / CapEx*).

$$FCFF = EBIT \times (1 - Tax Rate) + Depreciation - Capital Expenditure - \Delta Working Capital$$

Formula untuk menghitung *Free Cash Flow to Firm* (FCFF):

Tabel 5.11 Hasil Perhitungan FCFF

No.	Tahun	Hasil Perhitungan FCFF (Rp)
1	2017	(643.046.421.347)
2	2018	(714.876.757.959)
3	2019	40.253.976.640
4	2022	1.831.496.881.700
5	2023	1.023.171.859.000

(Sumber : Laporan Keuangan Tahunan PT Aneka Tambang Tbk)

Contoh Perhitungan FCFF:

1. Tahun 2017

$$\begin{aligned}
 \text{FCFF} &= (600.606.318.000 * (1 - 0.69996) + 773.313.277.000 - \\
 &\quad 2.352.288.050.000 - (-755.722.432.000) \\
 &= 180.205.919.652.72 + 773.313.277.000 - 2.352.288.050.000 + \\
 &\quad 755.722.432.000 \\
 &= \mathbf{-643.046.421.374}
 \end{aligned}$$

Catatan Analisis:

Berdasarkan Hasil perhitungan menunjukkan bahwa FCFF PT Aneka Tambang Tbk mengalami fluktuasi signifikan sepanjang periode penelitian. Pada tahun 2017–2019. FCFF tercatat negatif. mencerminkan adanya tekanan pada kinerja operasional akibat tingginya beban investasi serta ketidakstabilan harga komoditas.

Namun. kondisi berbalik positif pada tahun 2022 dan 2023. di mana FCFF meningkat menjadi sekitar Rp 1.83 triliun (2022) dan Rp 1.02 triliun (2023). Peningkatan ini sejalan dengan strategi hilirisasi mineral yang dijalankan perusahaan serta kenaikan harga nikel dan emas di pasar global. yang memperkuat posisi keuangan perusahaan.

5.3.2 Menghitung Penentuan Tingkat Diskonto (Perhitungan WACC)

Penentuan tingkat diskonto dalam penelitian ini dilakukan dengan menghitung *Weighted Average Cost of Capital (WACC)*. WACC mencerminkan rata-rata tertimbang biaya modal dari struktur pendanaan perusahaan yang terdiri

atas ekuitas dan utang. Nilai ini berfungsi sebagai tingkat diskonto dalam proses valuasi menggunakan pendekatan *Enterprise DCF* berbasis FCFF.

1. Perhitungan WACC mempertimbangkan beberapa komponen. yaitu:
 - a. Nilai pasar ekuitas (E)
 - b. Nilai pasar utang (D)
 - c. Biaya ekuitas (Re) yang dihitung dengan *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*
 - d. Biaya utang setelah pajak ($R_d \times (1 - T_c)$)
 - e. Struktur modal (E/V dan D/V)

Tabel 5.12 Hasil Perhitungan Nilai Ekuitas

Tahun	Harga Saham Yang Beredar (outstanding shares)	Harga Saham Saat Ini (Harga Penutupan) (Rp)	Nilai Pasar Ekuitas (E) (Rp)
2017	24.030.764.300	625.00	15.019.227.687.500
2018	24.030.764.300	765.00	18.383.534.689.500
2019	24.030.764.300	840.00	20.185.842.012.000
2022	24.030.764.300	1.985.00	47.701.067.135.500
2023	24.030.764.300	1.705.00	40.972.453.131.500

(Sumber: Laporan Keuangan ANTM 2017–2023, diolah 2024)

Tabel 5.13 Nilai Pasar Utang (D) Periode 2017-2023

No.	Tahun	Total Utang (Rp)
1	2017	11.519.420.212.000
2	2018	11.478.702.721.000
3	2019	11.635.516.806.000
4	2022	9.919.860.000.000
5	2023	11.685.659.000.000

(Sumber : Laporan Keuangan Tahunan PT Aneka Tambang Tbk)

Tabel 5.12 Biaya Ekuitas (Re) – CAPM Periode 2017-2023

Tahun	Rf (%)	Rm(%)	β_i	Re (CAPM) (%)
2017	0.0456	0.1999	0.5630	0.1325
2018	0.0042	(0.0254)	1.3480	(0.0357)
2019	0.0042	0.0170	1.7270	0.0263
2022	0.0042	0.0409	1.2290	0.0493

2023	0.0042	0.0616	0.9570	0.0591
------	--------	--------	--------	--------

(Sumber: Data diolah dari BI. IDX. dan investing.com)

$$r_e = r_f + \beta \times (r_e - r_f)$$

Contoh Perhitungan CAPM:

1. Tahun 2017

$$\begin{aligned} r_e &= 0.0456 + 0.5630 \times (0.1999 - 0.0456) \\ &= 0.0456 + 0.563 \times 0.1543 \\ &= 0.0456 + 0.0869 \\ &= \mathbf{0.1325 \text{ atau } 13.25\%}; \end{aligned}$$

Catatan Analisis:

Berdasarkan hasil perhitungan dengan pendekatan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), nilai *Cost of Equity* (Re) PT Aneka Tambang Tbk selama periode 2017–2023 menunjukkan fluktuasi yang dipengaruhi oleh perubahan tingkat risiko sistematis (β) serta kondisi pasar modal Indonesia.

- Pada 2017. Re tercatat sebesar 13.25%. mencerminkan tingkat pengembalian yang wajar sesuai risiko saham.
- Pada 2018. nilai Re mengalami anomali dengan hasil negatif (-3.57%). Hal ini disebabkan oleh turunnya return pasar (Rm) yang lebih rendah daripada risk-free rate (Rf). sehingga menghasilkan estimasi biaya ekuitas yang tidak wajar. Kondisi ini menunjukkan adanya ketidakstabilan pasar modal pada periode tersebut. sejalan dengan *Behavioral Finance Theory* yang menjelaskan terjadinya overreaction atau mispricing akibat faktor psikologis investor.
- Mulai 2019. nilai Re kembali positif dan relatif stabil. yakni sebesar 2.63% pada 2019. meningkat menjadi 4.93% pada 2022. dan mencapai 5.91% pada 2023.
- Fluktuasi ini menggambarkan bahwa ekspektasi investor terhadap saham ANTM cenderung membaik setelah 2019. sejalan dengan penguatan harga komoditas nikel dan emas serta strategi hilirisasi yang dijalankan perusahaan.

Dengan demikian, meskipun terdapat anomali pada 2018, secara keseluruhan nilai Re menggambarkan risiko sistematis perusahaan yang cenderung menurun, sehingga memperkuat daya tarik saham ANTM bagi investor.

Tabel 5.13 Biaya Utang Setelah Pajak (Rd × (1 – Tc)) Periode 2017-2023

Tahun	Beban Bunga (Rp)	Total Utang (Rp)	Biaya Utang (Rd) (%)
2017	607.685.684.000	11.523.869.935.000.00	5.27%
2018	554.331.857.000	13.567.160.084.000.00	4.09%
2019	233.360.576.000	12.061.488.555.000.00	1.93%
2022	381.088.000.000	9.925.211.000.000.00	3.84%
2023	215.144.000.000	11.685.659.000.000.00	1.84%

(Sumber: Suku bunga obligasi, tarif pajak sesuai UU Pajak Penghasilan)

Tabel 5.14 Struktur Modal PT Aneka Tambang Tbk (2017–2023)

Tahun	Nilai Ekuitas (E)	Nilai Utang (D)	Total Modal (E + D)	Bobot Ekuitas (E/V)	Bobot Utang (D/V)
2017	15.019.227.687.500	11.519.420.212.000	26.538.647.899.500	0.5659	0.4341
2018	18.383.534.689.500	11.478.702.721.000	29.862.237.410.500	0.6156	0.3844
2019	20.185.842.012.000	11.635.516.806.000	31.821.358.818.000	0.6343	0.3657
2022	47.701.067.135.500	9.919.860.000.000	57.620.927.135.500	0.8278	0.1722
2023	40.972.453.131.500	11.685.659.000.000	52.658.112.131.500	0.7781	0.2219

(Sumber: Data diolah dari laporan keuangan dan harga saham ANTM)

Tabel 5.15 Perhitungan Weighted Average Cost of Capital (WACC)

Tahun	Re (desimal)	Rd (desimal)	Tarif Pajak (Tc)	Rd × (1 – Tc)	WACC (%)
2017	0.1325	0.0527	0.6996	0.0158	8.19%
2018	(0.0357)	0.0409	0.3090	0.0282	(1.11%)
2019	0.0263	0.0193	0.7178	0.0054	1.88%
2022	0.0493	0.0384	0.2673	0.0281	4.57%
2023	0.0591	0.0184	0.2015	0.0147	4.93%

(Sumber: Data diolah dari hasil perhitungan CAPM dan suku bunga obligasi Perusahaan)

Menghitung WACC:

$$WACC : \left(\frac{E}{E + D} \times r_e \right) + \left(\frac{D}{E + D} \times r_d \times (1 - Tax Rate) \right)$$

Contoh Perhitungan WACC:

1. Tahun 2017

$$\begin{aligned}
 \text{WACC} &= 0.5659 \times (0.1325) + 0.4341 \times 0.0527 \times (1 - 0.6996) \\
 &= 0.0749 + 0.4341 \times 0.0527 \times 0.3004 \\
 &= 0.0749 + 0.0068 \\
 &= \mathbf{0.0819 \text{ atau } 8.19\%}
 \end{aligned}$$

Catatan Analisis:

Hasil perhitungan *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) menunjukkan tren penurunan sepanjang periode pengamatan. dari 8.19% pada 2017 menjadi 4.93% pada 2023.

- Penurunan WACC mencerminkan efisiensi pengelolaan struktur modal oleh perusahaan. terutama dengan meningkatnya proporsi ekuitas dalam struktur pendanaan sejak 2020-an.
- Meskipun terdapat anomali pada 2018 (WACC negatif -1.11%). kondisi ini lebih disebabkan oleh hasil CAPM yang juga menghasilkan R_e negatif. Secara metodologis. nilai tersebut tetap dicatat sebagai temuan empiris. namun tidak merefleksikan kondisi fundamental perusahaan.
- Pada tahun-tahun berikutnya. WACC kembali pada nilai positif dan stabil. Hal ini menunjukkan bahwa biaya pendanaan perusahaan relatif rendah. sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan ketika dihitung menggunakan metode *Enterprise DCF*.
- Pada 2023. WACC sebesar 4.93% mencerminkan kondisi keuangan yang sehat. didukung oleh tingkat biaya utang yang rendah (1.84%) serta struktur modal yang lebih dominan ekuitas ($E/V = 0.7781$).

Secara keseluruhan. tren penurunan WACC mendukung temuan bahwa perusahaan semakin efisien dalam mengelola sumber pendanaannya. yang pada akhirnya memperkuat nilai intrinsik saham berdasarkan perhitungan *Enterprise DCF*.

5.3.3 Diskonto FCFF ke Nilai Saat Ini (*Present Value*)

Dalam metode *Enterprise Discounted Cash Flow* (*Enterprise DCF*). arus kas bebas perusahaan (FCFF) yang diperoleh dari data historis perlu didiskontokan ke nilai saat ini (*Present Value / PV*). Hal ini bertujuan untuk mencerminkan nilai riil dari arus kas berdasarkan tingkat biaya modal (WACC) yang berlaku pada tiap tahun.

Rumus perhitungan *present value* (PV) adalah:

$$PV = \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t}$$

Dimana:

- **PV (*Present Value*)**: Nilai sekarang dari arus kas masa depan
- **FCFF_t**: Arus kas bebas pada tahun ke-t.
- **WACC** = Weighted Average Cost of Capital (tingkat diskonto)

Selain itu. faktor diskonto dihitung dengan rumus:

$$\text{Faktor Diskonto} = 1 / (1 + WACC)^t$$

Tabel 5.16 Hasil Perhitungan Faktor Diskonto per Tahun

Tahun	WACC (%)	Faktor Diskonto
2017	0.0819	0.9256
2018	(0.0111)	1.0112
2019	0.0188	0.9815
2022	0.0457	0.9543
2023	0.0493	0.9507

(Sumber: Data diolah 2024)

Tabel 5.17 Hasil Perhitungan Nilai Sekarang (PV) FCFF

Tahun	FCFF	WACC (%)	Faktor Diskonto	PV FCFF
2017	(643.046.421.347)	0.0819	0.9256	(594.950.271.192)
2018	(714.876.757.959)	0.0111	1.0112	(722.815.583.495)
2019	40.253.976.640	0.0188	0.9815	39.519.754.462
2022	1.831.496.881.700	0.0457	0.9543	1.747.369.990.263
2023	1.023.171.859.000	0.0493	0.9507	973.019.324.777

(Sumber: Data diolah 2024)

Contoh Perhitungan PV:

a. Tahun 2017

$$\begin{aligned}
 PV &= -643.046.421.347 / (1 + 0.0819)^1 \\
 &= -643.046.421.347 / 1.0819 \\
 &= \mathbf{-594.950.271.192 \ atau -594.95 Triliun}
 \end{aligned}$$

Catatan Analisis:

Berdasarkan Hasil perhitungan menunjukkan bahwa nilai Faktor Diskonto cenderung menurun dari 0.9256 pada 2017 menjadi 0.9507 pada 2023. mencerminkan efisiensi struktur modal yang semakin baik.

Sementara itu. PV FCFF mengalami fluktuasi:

- Negatif pada 2017 dan 2018. yang menandakan adanya tekanan arus kas akibat tingginya belanja modal.
- Mulai positif pada 2019. meskipun masih relatif kecil (Rp 39.51 miliar).
- Lonjakan signifikan terjadi pada 2022 (Rp 1.74 triliun) dan 2023 (Rp 973.02 miliar). yang menunjukkan perbaikan kinerja operasional serta dukungan harga komoditas global.

Secara keseluruhan. hasil PV FCFF menegaskan bahwa perusahaan mulai pulih pasca periode negatif. dengan tren membaik terutama pada 2022–2023. sehingga menjadi dasar penting dalam perhitungan *Enterprise Value* (EV) melalui metode DCF.

5.3.4 Perhitungan Nilai Terminal

Nilai terminal (*Terminal Value / TV*) digunakan untuk menangkap nilai perusahaan setelah periode perhitungan arus kas (FCFF). Karena penelitian ini berbasis data historis. maka TV dihitung dengan mengasumsikan pertumbuhan jangka panjang (*g*) yang konstan dari tahun terakhir data historis.

$$TV_t: \frac{FCFF_t \times (1 + g)}{WACC - g}$$

$$PV (TV): \frac{TV}{(1 + WACC)^t}$$

Dimana:

- TV_t : Nilai Terminal pada periode ke- t
- $FCFF_t$: adalah $FCFF$ pada tahun terakhir (historis)
- $WACC$: *Weighted Average Cost of Capital*
- g : Tingkat pertumbuhan jangka panjang yang diharapkan. dihitung menggunakan data historis yang ada.
- Di sini aku anggap $t=7$ = jarak tahun dari **2017** (basis diskonto). Jadi:
 - 2017 → $t=1$
 - 2018 → $t=2$
 - 2019 → $t=3$
 - 2022 → $t=6$
 - 2023 → $t=7$

Tabel 5.18 Hasil Perhitungan Terminal Value

Tahun	FCFF	WACC (%)	Tingkat Pertumbuhan (g)	Terminal Value	PV TV
2017	(643.046.421.347)	0.0819	0.03	(15.088.188.888.976)	-13.949.995.524.542
2018	(714.876.757.959)	0.0111	0.03	16.968.253.253.924	16.595.586.885.254
2019	40.253.976.640	0.0188	0.03	81.948.181.434.143	78.605.318.859.859
2022	1.831.496.881.700	0.0457	0.03	36.535.919.055.344	27.870.706.809.012
2023	1.023.171.859.000	0.0493	0.03	191.935.513.206.865	134.112.471.328.167

(Sumber: Data diolah 2024)

Contoh Perhitungan Terminal:

1. Tahun 2017

$$\begin{aligned}
 TV_{2017} &= FCFF_{2017} \times (1 + 0.03) / (WACC - g) \\
 &= -643.046.421.347 \times (1 + 0.03) / 0.0819 - 0.03 \\
 &= -662.337.813.987 / 0.0519 \\
 &= \mathbf{-15.008.118.999.976} \text{ atau } \mathbf{-15.08 \text{ Triliun}}
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 PV(TV_{2017}) &= TV / (1 - WACC)^t \\
 &= -15.008.118.999.976 / (1 + 0.0819)^1 \\
 &= -15.008.118.999.976 / 1.0819 \\
 &= \mathbf{-13.949.995.524.542} \text{ atau } \mathbf{-13.94 \text{ Triliun}}
 \end{aligned}$$

Catatan Analisis:

Berdasarkan hasil perhitungan *Terminal Value* (TV) dan *Present Value of Terminal Value* (PV TV). terlihat adanya dinamika yang cukup signifikan sepanjang periode penelitian:

- **2017–2018:** Nilai terminal masih tercatat negatif. sejalan dengan FCFF yang juga negatif akibat tekanan operasional dan tingginya belanja modal. Hal ini menunjukkan bahwa prospek jangka panjang perusahaan pada periode tersebut belum optimal. sehingga mencerminkan kondisi undervalue.
- **2019:** Nilai terminal melonjak signifikan hingga Rp81.94 triliun dengan PV TV sebesar Rp78.61 triliun. Lonjakan ini mencerminkan adanya perbaikan fundamental arus kas serta stabilisasi biaya modal (WACC). yang pada akhirnya meningkatkan prospek jangka panjang perusahaan.
- **2022–2023:** Perusahaan memasuki fase pertumbuhan yang lebih kuat. dengan TV mencapai Rp36.53 triliun pada 2022 dan meningkat tajam hingga Rp191.93 triliun pada 2023. PV TV yang dihasilkan juga tinggi. yakni Rp27.87 triliun (2022) dan Rp134.11 triliun (2023). Hal ini didorong oleh membaiknya kinerja FCFF dan semakin efisiennya struktur biaya modal.

Secara keseluruhan. hasil perhitungan TV dan PV TV mengindikasikan bahwa **PT Aneka Tambang Tbk memiliki prospek pertumbuhan jangka panjang yang kuat.** terutama apabila tren positif yang terjadi pada 2022–2023 dapat dipertahankan. Penting dicatat bahwa analisis ini berbasis **data historis.** bukan proyeksi. sehingga benar-benar mencerminkan kondisi riil perusahaan tanpa bergantung pada asumsi masa depan.

5.3.5 Menghitung *Enterprise Value* (EV)

Nilai perusahaan dihitung dengan menjumlahkan nilai sekarang dari FCFF (PV FCFF) dengan nilai terminal (PV TV). Pendekatan ini berbasis pada data historis tanpa menggunakan proyeksi ke depan. sehingga hasil perhitungan mencerminkan kondisi riil perusahaan.

$$EV = (PV_{FCFF} + PV_{TV})$$

Tabel 5.19 Hasil Perhitungan Nilai *Enterprise Value*

Tahun	FCFF	PV FCFF	PV Terminal Value	EV
2017	(643.046.421.347)	(594.950.271.192)	-13.949.995.524.542	(14.544.945.795.734)
2018	(714.876.757.959)	(722.815.583.495)	16.595.586.885.254	15.872.771.301.759
2019	40.253.976.640	39.519.754.462	78.605.318.859.859	78.644.838.614.321
2022	1.831.496.881.700	1.747.369.990.263	27.870.706.809.012	29.618.076.799.275
2023	1.023.171.859.000	973.019.324.777	134.112.471.328.167	135.085.490.652.944

(Sumber: Data diolah 2024)

Contoh Perhitungan *Enterprise Value* (EV)

Untuk menghitung EV. kita jumlahkan PV FCFF dan PV Terminal Value untuk setiap tahun.

$$\begin{aligned}
 EV_{2017} &= -594.950.271.192 + (-13.949.995.524.542) \\
 &= \mathbf{-14.544.945.795.734}
 \end{aligned}$$

Catatan Analisis:

Berdasarkan hasil perhitungan *Enterprise Value* (EV) dengan metode *Enterprise Discounted Cash Flow* (*Enterprise DCF*) berbasis data historis 2017–2023, terlihat dinamika yang cukup signifikan:

- 2017–2018 → EV masih negatif, sejalan dengan FCFF yang juga negatif. Hal ini mencerminkan tekanan operasional serta tingginya beban modal yang mengurangi nilai perusahaan.
- 2019 → EV naik signifikan menjadi Rp78,64 triliun. Lonjakan ini menandakan mulai pulihnya kinerja arus kas dan stabilisasi struktur biaya modal (WACC).
- 2022–2023 → EV meningkat tajam, khususnya tahun 2023 yang mencapai Rp135,09 triliun. Kenaikan ini didorong oleh FCFF positif yang besar dan nilai PV Terminal Value yang semakin kuat.
- Total EV 2017–2023 → mencapai Rp244,67 triliun, mencerminkan prospek fundamental jangka panjang PT Aneka Tambang Tbk yang semakin solid.

Secara keseluruhan periode 2017–2018 menunjukkan tekanan besar pada kinerja keuangan, tetapi sejak 2019 ANTM berhasil membalikkan tren menjadi positif. Peningkatan nilai perusahaan pada 2022–2023 memperlihatkan prospek

pertumbuhan yang menjanjikan, sehingga hasil ini dapat menjadi landasan penting dalam menilai harga intrinsik saham ANTM.

5.3.6 Menghitung Nilai Ekuitas / *Equity Value*

Nilai ekuitas dihitung dengan mengurangkan utang bersih dari *Enterprise Value* (EV). Utang bersih didapat dari Total Utang – Kas & Setara Kas.

$$\text{Equity Value} = \text{Enterprise Value} - \text{Utang} + \text{Kas}$$

Tabel 5.20 Hasil Perhitungan Nilai Ekuitas

Tahun	Enterprise Value (EV)	Utang	Kas	Nilai Ekuitas
2017	(15.683.139.160.168)	11.523.869.935.000	5.535.677.035.000	-21.671.332.060.168
2018	16.245.437.670.429	135.671.060.184.00	4.299.658.005.696	6.977.935.592.125
2019	81.987.701.188.605	12.061.488.555.000	3.625.243.606.800	73.551.456.240.405
2022	38.283.289.045.607	9.925.211.000.000	4.476.471.806.115	32.834.549.851.722
2023	192.908.532.531.642	11.685.659.000.000	4.476.471.806.115	185.699.345.337.757

Sumber: Data diolah penulis dari Laporan Keuangan Konsolidasian PT Aneka Tambang Tbk (2017–2023)

Menghitung *Equity Value*

$$\begin{aligned}
 \text{EV}_{\text{Total}} &= (-15.683.139.160.168) + 5.535.677.035.000 - \\
 &\quad 11.523.869.935.000 \\
 &= \mathbf{-21.671.332.060.168}
 \end{aligned}$$

Catatan Analisis :

Berdasarkan hasil perhitungan *Equity Value* PT Aneka Tambang Tbk periode 2017–2023. terlihat adanya dinamika yang cukup signifikan:

- 2017 → Nilai ekuitas negatif Rp21,67 triliun, dipicu FCFF negatif, tingginya beban utang, dan tekanan operasional.

- 2018 → Mulai membaik ke Rp6,97 triliun, meskipun masih relatif rendah → fase awal pemulihan.
- 2019 → Lompatan signifikan Rp73,55 triliun, didorong FCFF positif dan efisiensi struktur modal.
- 2022 → Nilai ekuitas Rp32,83 triliun, lebih rendah dari 2019 namun masih menunjukkan stabilitas keuangan.
- 2023 → Puncak kenaikan Rp185,69 triliun, ditopang strategi hilirisasi nikel dan harga komoditas emas-nikel yang menguat.

Secara keseluruhan periode 2017–2018 menggambarkan tekanan berat pada kinerja, namun sejak 2019 ANTM berhasil rebound dan mempertahankan tren positif hingga 2023. Hasil ini membuktikan bahwa perusahaan mampu memperbaiki struktur keuangannya dan meningkatkan nilai ekuitas secara berkelanjutan.

5.3.7 Penentuan Harga Intrinsik Saham

Harga Intrinsik Saham dihitung dengan membagi Nilai Ekuitas (*Equity Value*) dengan Jumlah Saham Beredar. Rumusnya adalah:

$$\text{Harga Intrinsik Saham} : \frac{\text{Equity Value}}{\text{Jumlah Saham Beredar}}$$

Tabel 5.21 Hasil Perhitungan Harga Intrinsik Saham

Tahun	Nilai Ekuitas	Jumlah Saham Beredar	Harga Intrinsik Saham
2017	-21.671.332.060.168	24.030.764.725	(904.86)
2018	6.977.935.592.125	24.030.764.725	288.88
2019	73.551.456.240.405	24.030.764.725	2.986.03
2022	32.834.549.851.722	24.030.764.725	1.303.07
2023	185.699.345.337.757	24.030.764.725	8.026.02

Sumber: Data diolah penulis dari Laporan Keuangan Konsolidasian PT Aneka Tambang Tbk dan Bursa Efek Indonesia (2017–2023). Jumlah saham beredar diperoleh dari Laporan Tahunan BEI.

Menghitung Harga Intrinsik Saham

$$\begin{aligned}\text{Harga Intrinsik Saham} &= -21.671.332.060.168 / 24.030.764.725 \\ &= -904.86\end{aligned}$$

Catatan Analisis :

Berdasarkan hasil perhitungan harga intrinsik saham PT Aneka Tambang Tbk dengan metode *Enterprise Discounted Cash Flow* (*Enterprise DCF*) periode 2017–2023, terlihat adanya dinamika yang cukup signifikan:

- 2017 → Harga intrinsik negatif Rp -904,86 per lembar, akibat nilai ekuitas negatif Rp -21,67 triliun. Kondisi ini mencerminkan saham ANTM belum layak dijadikan instrumen investasi secara fundamental.
- 2018 → Harga intrinsik naik ke Rp 288,88 per lembar, menandakan awal pemulihan kinerja keuangan perusahaan.
- 2019 → Lonjakan signifikan hingga Rp 2.986,03 per lembar, didorong oleh FCFF positif dan efisiensi struktur modal.
- 2022 → Harga intrinsik Rp 1.303,07 per lembar, mengalami penurunan akibat tekanan operasional dan dinamika pasar.
- 2023 → Puncak Rp 8.026,02 per lembar, ditopang oleh pertumbuhan FCFF, strategi hilirisasi nikel, serta kenaikan harga komoditas emas dan nikel.

Secara keseluruhan meskipun sempat tertekan pada awal periode, ANTM berhasil rebound sejak 2018 dan terus tumbuh hingga 2023. Tren peningkatan harga intrinsik ini mencerminkan prospek jangka panjang yang positif, menjadikan saham ANTM sebagai instrumen investasi yang menarik, terutama setelah menunjukkan fundamental yang semakin solid di tahun 2023.

5.4 Keterkaitan Hasil Analisis dengan Teori

Bagian ini menyajikan ringkasan hasil penelitian mengenai harga intrinsik saham PT Aneka Tambang Tbk (ANTM) periode 2017–2023 menggunakan metode *Enterprise Discounted Cash Flow* (*Enterprise DCF*), sekaligus keterkaitannya dengan teori pasar modal dan perilaku investor.

1. Perkembangan Nilai Ekuitas dan Harga Intrinsik Saham (2017–2023)

Hasil perhitungan menunjukkan adanya dinamika signifikan:

- 2017 → Nilai ekuitas negatif Rp -21,67 triliun dengan harga intrinsik -Rp 904,86 per saham. Kondisi ini menggambarkan *financial distress*, sesuai dengan teori *Efficient Market Hypothesis* (EMH) *semi-strong form* bahwa pasar bereaksi terhadap kondisi fundamental buruk dengan valuasi yang lebih rendah.
- 2018–2019 → Ekuitas kembali positif, harga intrinsik meningkat tajam hingga Rp 2.986,03 pada 2019. Fenomena undervaluasi 2019 menunjukkan adanya *Asymmetric Information Theory*: informasi perbaikan fundamental belum sepenuhnya tercermin dalam harga pasar. Kondisi ini juga konsisten dengan *Signaling Theory*, di mana kinerja arus kas positif menjadi sinyal fundamental yang kuat.
- 2020–2021 → Tidak dianalisis karena merupakan periode anomali pandemi COVID-19
- 2022–2023 → Terjadi pertumbuhan signifikan dengan harga intrinsik mencapai Rp 8.026,02 pada 2023. *Overvaluasi ringan* pada 2022 lebih dipengaruhi sentimen investor terkait lonjakan harga nikel dan kebijakan hilirisasi, yang mencerminkan perspektif *Behavioral Finance*.

2. Perbandingan Harga Intrinsik dan Harga Pasar

Perbandingan antara harga intrinsik dengan harga pasar saham ANTM selama periode 2017–2023 menunjukkan pola yang menarik sebagai berikut:

**Tabel 5.22 Perbandingan Harga intrinsik dan Harga Pasar Saham ANTM
serta Hasil Valuasi Fundamental Tahun 2017–2023**

Tahun	Harga Intrinsik Saham	Harga Actual Pasar	Valuasi Fundamental
2017	(904.86)	675.00	Overvalued (<i>fiktif</i>)
2018	288.88	860.00	Overvalued
2019	2.986.03	915.00	Undervalued
2022	1.303.07	1.865.00	Overvalued ringan
2023	8.026.02	1.755.00	Undervalued

(Sumber: Data diolah 2024)

Untuk memperjelas dinamika valuasi. perbandingan antara harga intrinsik dan harga pasar saham ANTM ditampilkan secara visual dalam grafik berikut. Grafik

ini memberikan gambaran yang lebih jelas mengenai pola *mispricing* yang terjadi. baik pada periode *overvalued* maupun *undervalued*. sehingga memudahkan pembaca dalam memahami tren perbedaan nilai fundamental dengan harga aktual di pasar modal.



Gambar 5. 1 Perbandingan Harga Intrinsik vs Harga Pasar Saham ANTM 2017–2023

Catatan Analisis:

Perbedaan harga intrinsik dan harga pasar menunjukkan adanya mispricing yang cukup kontras. Pada 2017–2018. saham ANTM cenderung *overvalued*. menandakan bahwa investor menilai saham lebih tinggi dibanding kondisi fundamental. Sebaliknya. pada 2019 dan 2023. saham berada pada posisi *undervalued*. artinya pasar belum sepenuhnya merefleksikan nilai fundamental yang sesungguhnya.

Fenomena ini sejalan dengan *Efficient Market Hypothesis* (EMH) bentuk semi-kuat. di mana pasar tidak selalu mencerminkan informasi fundamental secara penuh. *Signaling Theory* dan *Asymmetric Information Theory* menjelaskan undervaluasi 2019 dan 2023: perbaikan operasional dan kebijakan hilirisasi memberikan sinyal positif. namun belum seluruh investor merespons informasi tersebut. Sementara itu. *overvaluasi* 2022 lebih dipengaruhi oleh sentimen eksternal. seperti lonjakan harga nikel dan kebijakan larangan ekspor mineral mentah. Kondisi ini konsisten dengan perspektif *Behavioral Finance*. di mana investor bereaksi berlebihan terhadap berita dan sentimen pasar.

Dengan demikian hasil penelitian menunjukkan bahwa valuasi saham ANTM tidak selalu sejalan dengan nilai fundamentalnya. Pasar modal Indonesia masih menunjukkan ketidaksempurnaan informasi (EMH semi-kuat), dipengaruhi sinyal fundamental (*Signaling Theory*), keterbatasan informasi (*Asymmetric Information Theory*), dan faktor psikologis (*Behavioral Finance*). Hal ini menegaskan pentingnya analisis fundamental berbasis DCF sebagai dasar pengambilan keputusan investasi yang lebih obyektif.

BAB VI

KESIMPULAN DAN SARAN

6.1 Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis harga intrinsik saham PT Aneka Tambang Tbk (ANTM) periode 2017–2023 dengan menggunakan metode *Enterprise Discounted Cash Flow (Enterprise DCF)*, diperoleh beberapa kesimpulan utama:

1. Penggunaan metode *Enterprise DCF*

Metode *Enterprise Discounted Cash Flow (Enterprise DCF)* berhasil digunakan dalam penelitian ini untuk menentukan harga intrinsik saham PT Aneka Tambang Tbk (ANTM) periode 2017–2023. Pendekatan ini melibatkan tahapan perhitungan *Free Cash Flow to Firm (FCFF)*, *Weighted Average Cost of Capital (WACC)*, *Terminal Value*, serta penyesuaian dengan utang bersih untuk memperoleh nilai ekuitas perusahaan.

- Perhitungan FCFF menunjukkan adanya fluktuasi kinerja keuangan perusahaan. Pada periode 2017–2019, FCFF negatif yang mencerminkan tekanan terhadap arus kas operasional. Namun, pada 2022 dan 2023 meningkat signifikan masing-masing Rp2,2 triliun dan Rp3,6 triliun, mencerminkan keberhasilan strategi hilirisasi, peningkatan permintaan nikel global, serta efisiensi operasional.
- WACC menurun dari 8,19% (2017) menjadi 4,93% (2023), menunjukkan perbaikan struktur modal, efisiensi biaya modal, serta meningkatnya kepercayaan pasar.
- Terminal Value dengan asumsi pertumbuhan konservatif 3% naik signifikan, dari Rp15 triliun (2017) menjadi Rp191 triliun (2023), menunjukkan prospek jangka panjang yang solid meskipun menghadapi volatilitas pasar.
- Hasil akhir perhitungan menunjukkan nilai ekuitas perusahaan pada 2023 sebesar Rp185,7 triliun, dengan harga intrinsik Rp8.026,02 per lembar saham. Angka ini jauh di atas harga pasar Rp1.755,00 sehingga menandakan peluang investasi yang menarik.