

THE BUFFETT WAY - #1

Di akhir bulan Februari kemarin, laporan yang ditulis oleh Warren Buffett, Letter To Shareholders/LTS, baru diterbitkan. Bagi saya, LTS merupakan bagian paling menarik dari Laporan Tahunan Berkshire Hathaway, perusahaan yang dipimpin Buffett. LTS ini merupakan LTS yang ke-52 sejak Buffett menjadi CEO Berkshire Hathaway. Jika hanya ada satu pedoman yang dapat dipelajari oleh mereka yang ingin berhasil didalam melakukan investasi di pasar modal, maka membaca LTS setiap tahunnya, kiranya bisa menjadi prioritas utama.

Membaca LTS setiap tahun dan mendengar paparan Buffett dan Munger di RUPS Berkshire memberikan gambaran dan benang merah terkait keputusan investasi mereka. Pertanyaannya : Apakah mungkin menerapkan prinsip yang sama ketika kita melakukan investasi di pasar modal Indonesia? Jawaban awal : Sangat bisa.

Membuat perkara simple menjadi rumit

Mengacu kepada perjalanan panjang kehidupannya, Buffett memiliki pandangan menarik terkait tabiat manusia. Menurutny, barangkali sudah menjadi karakter buruk manusia yang cenderung membuat masalah yang simple menjadi sulit dan rumit. Kecenderungan semacam ini semakin tampak di dunia investasi.

Buffett berpandangan, agar kita bisa sukses melakukan investasi di pasar modal, kita hanya perlu mempertimbangkan 3 hal pokok, yakni #1 memilih perusahaan berkinerja baik, #2 membelinya di harga yang wajar, serta #3 menjadikan waktu sebagai teman. Alangkah simple ke-3 prinsip investasi yang ditawarkan Buffett ini. Kaidah-kaidah pokok investasi ini tentunya juga berlaku secara universal dan tidak pudar oleh karena waktu. Justru karena alasan itulah, makanya kita dapat menyebutnya sebagai sebuah prinsip.

Jangan salah, the Buffett Way tentu bukan satu-satunya cara buat investor untuk meningkatkan kekayaannya dengan berinvestasi di Pasar Modal. Banyak pilihan maupun metoda lainnya yang dapat diikuti untuk melakukan investasi di pasar modal. Begitu banyak buku diterbitkan yang mengajarkan beragam metoda buat berinvestasi di pasar modal. Meski untuk sebagian metoda, sulit buat saya untuk menyebutnya sebagai pedoman investasi. Namun demikian, tentu setiap investor memiliki preferensi sendiri-sendiri. Adalah hak masing-masing untuk memilih metoda yang sesuai dengan kebutuhan, tujuan dan preferensinya.

Kita mengetahui, bahwa berlandaskan ketiga prinsip pokok investasi ini, Buffett berhasil meningkatkan nilai perusahaan Berkshire sebesar 1,973,000 % didalam kurun waktu 52 tahun. Kenaikan nilai yang sangat fantastis ini, 19,730 kali, telah mengubah setiap 1 Juta dana investasi menjadi 19 Milyar. Untuk perbandingan, hanya terjadi kenaikan sebesar 12,700% dalam Index S&P 500 di dalam periode yang sama. Dana 1 Juta tadi apabila diinvestasikan pada Index S&P akan berubah menjadi 127 Juta, dan bukannya 19 Milyar seperti dalam kasus Berkshire. Oleh karena itulah, suasana RUPS Berkshire Hathaway yang diselenggarakan setiap tahunnya di Omaha selalu didominasi oleh wajah-wajah sumringah para pemilik sahamnya.

Meskipun angka-angka di atas merupakan bukti jelas dari keberhasilan prinsip-prinsip investasi Buffett, fakta lain menunjukkan bahwa sebagian terbesar mereka yang berinvestasi di pasar modal justru mengabaikan prinsip-prinsip investasi yang relatif simple ini. Mayoritas para pelaku pasar cenderung memilih metoda lainnya yang lebih sulit, lebih rumit, mengguncang emosi serta memberikan hasil yang bukan saja susah diduga, tetapi seringkali juga lebih buruk. *Risk comes from not knowing what you're doing*, begitu kata Buffett. Atau memang pada dasarnya manusia lebih menyukai hal-hal dramatis daripada yang *boring* dan *predictable*?

Sementara ketiga prinsip investasi Buffett ini nyaris menihilkan arti pergerakan harga yang terjadi detik-demi-detik di pasar, bagi sebagian terbesar pelaku pasar peristiwa itu malah ditempatkan menjadi pusat perhatian dan merupakan berita utama. Rangkaian informasi yang mengalir seakan tanpa jeda bahkan sudah jadi bumbu-bumbu tambahan yang membentuk harga tersebut. Bisa soal politik, soal inflasi, suku bunga, tingkat pengangguran, pertumbuhan ekonomi serta berbagai soal yang dianggap penting lainnya. Pelaku pasar begitu terobsesi dengan berita yang dalam jangka pendek diduga akan (harus?) mempengaruhi harga saham.

Buffett telah mengingatkan, sebaiknya kita hanya membeli (saham) perusahaan yang akan membuat kita tetap merasa senang hati menjadi pemegang sahamnya, bahkan apabila pasar modal harus ditutup selama 10 tahun. Bayangkan bedanya persepsi ini dengan sebagian terbesar pelaku pasar yang menjadikan pergerakan harga di pasar sebagai perhatian utamanya. Jangankan untuk ditutup sepanjang 10 tahun, libur *weekend* saja sering dianggap lama, apalagi ketika mereka baru membeli saham di hari Jumat. Boro-boro ditutup 10 tahun. Bisa jadi mereka akan lebih suka jika *trading-hours* diperpanjang, misalnya dibuka mulai jam 8.00 pagi dan baru ditutup jam 12 malam. Dengan demikian, ada kesempatan lebih banyak untuk bisa bertransaksi sepanjang hari dengan penuh ketegangan dan keceriaan.

Prinsip Investasi Buffett (#1), (#2) dan (#3)

Sebelum mengkaji lebih jauh, meskipun prinsip-prinsip investasi Buffett tersebut relatif simple, tidak berarti mudah. Bukan memahaminya yang tidak mudah, tapi soal keteguhan kita untuk menerapkannya. Bukan saja memerlukan kesabaran terkait soal waktu yang harus menjadi teman kita (prinsip #3), namun dinamika pasar yang bergerak fluktuatif disertai jutaan informasi yang terjadi setiap saat, memberikan tantangan yang tidak gampang. Oleh karena itu sangat beralasan mengapa tidak ada komputer di ruang kerja Buffett yang bisa memonitor harga saham di bursa. Hal ini juga yang mungkin membuat Buffett lebih memilih tetap tinggal di Omaha, di rumah yang sudah lebih dari 50 tahun ditempatinya, dan bukan di New York yang lebih dekat ke Wall-Street dengan segala dinamikanya.

Bagaimana Buffett memanfaatkan waktunya? Jawabannya: *"I read and think. I do more thinking and reading, and make less impulse decision than most people in business"*. Setiap harinya, sekitar 5-6 jam, dia membaca *annual reports* berbagai macam perusahaan serta berita-berita dari sejumlah media. Mengutip Munger, partner bisnisnya: *"You could hardly find a partnership in which two people settle on reading more hours of the day than in ours"*. Jika ini merupakan cara *the best world investors* memanfaatkan waktunya, mengapa memilih cara lain?

Tentu kita perlu memiliki pemahaman terkait pedoman apa saja yang dapat kita pakai untuk mengetahui bahwa (#1) perusahaan itu berkinerja baik serta (#2) harga belinya wajar. Ada parameter-parameter yang lazim digunakan. Namun demikian, tidak perlu khawatir, ini bukan *rocket science*. Parameter-parameter itu dapat dipahami dengan mudah melalui perhitungan-perhitungan sederhana. Asal kita memiliki IQ rata-rata, bahkan sedikit di bawah rata-rata juga ok - tidak perlu IQ 160 – maka InsyaAllah kita bisa dengan mudah memahaminya.

Memang akan sangat teknis dan panjang-lebar guna mengupas kriteria sebuah perusahaan untuk bisa dianggap memenuhi prinsip (#1) berkinerja baik. Namun *stock-screener*, seperti yang ditawarkan Stockbit misalnya, dapat menjadi pintu masuk bagi kita untuk mulai mendeteksi perusahaan-perusahaan seperti ini. Saya bukan merupakan bagian dari Stockbit, jadi kalau berulang-kali saya menyebut *stock-screener* Stockbit ini bukanlah sebuah promosi. Perhatian saya selama ini lebih banyak ke perusahaan yang diperdagangkan di bursa saham dunia, karena dengan mudah kita bisa mendapatkan informasi sekecil apapun tentang mereka. Selain kemudahan informasi, tersedia juga berbagai *stock-screener* yang bisa kita gunakan untuk menganalisa perusahaan tersebut. Kemudahan itu tidak bisa kita peroleh untuk emiten-emiten di BEI selama ini. Jadi adanya fitur *stock-screener* Stockbit dapat meningkatkan pemahaman investors atas perusahaan yang saat ini diperdagangkan di BEI. Namun saya juga harus mengingatkan, bahwa hasil *stock-screener* hanyalah memberikan daftar awal, dan bukan merupakan hasil akhir yang langsung bisa digunakan sebagai dasar keputusan investasi.

Parameter-parameter apa saja yang bisa digunakan untuk mendeteksi karakter perusahaan berkaitan dengan Prinsip #1 ini? Kita bisa memulainya dengan fokus pada perusahaan yang produknya disukai oleh konsumen. Simple bukan? Tidak ada perusahaan sukses yang produknya tidak dibutuhkan atau tidak disukai oleh konsumennya.

Jika produk/jasa sebuah perusahaan disukai konsumennya, maka sangat besar kemungkinan perusahaan itu bisa menikmati pertumbuhan penjualan. Kita bisa memakai konsistensi dan besaran pertumbuhan penjualan perusahaan tersebut, sebagai parameter yang dapat memberi isyarat bahwa produk-produk mereka disukai konsumennya. Terlebih lagi jika brand mereka merupakan pelaku utama di sektornya : Hermes, Nestle, Danone, Ferrari, Gucci, Colgate, LV, Novo Nordisk, Unilever, Kraft, Heinz, Microsoft, American Express, Google, Rolls-Royce, Boeing, Coca Cola, Burberry, Aqua, Master Card, Visa, Tiffany, Essilor, Fanuc, Mead Johnson, Nike, Facebook, Adidas, McDonald ataupun Starbucks untuk menyebut sejumlah contoh. Perusahaan dengan *wide-moat* semacam ini lazimnya memiliki brand yang terkait dengan kualitas produk/jasa yang disukai konsumennya.

Tidak usah berkecil hati dulu, jika belum ada brand perusahaan Indonesia yang masuk didalam kelompok yang memiliki *wide-moat* seperti nama-nama di atas. *Wide-moat* ini menunjukkan tidak mudahnya pelaku bisnis lain mengambil-alih pangsa pasar perusahaan bersangkutan. Dalam kadar berlainan, ada perusahaan di BEI yang dapat digunakan sebagai contoh, misalnya Jasa Marga. Saya dapat mengatakan bahwa Jasa Marga memiliki *wide-moat* .

Mengapa? Karena jika Jasa Marga sudah membuat jalan toll, tidak mungkin ada jalan toll lain yang dibangun paralel disebelahnya yang bisa menjadi kompetitor Jasa Marga. Itulah yang namanya *economic moat*. Jika ada sebuah perusahaan memiliki *economic moat*, kita memiliki keyakinan bahwa kelangsungan hidup perusahaan bisa terjaga. Perusahaan dapat bertahan lama, kecuali jika ada idiot yang ditakdirkan menjadi manajemen perusahaan itu.

Beberapa produk/jasa perusahaan Indonesia, sekali lagi dengan kadar berlainan, misalnya Gudang Garam, IndoFood, BRI, BCA atau Telkomsel, bisa dipakai untuk contoh dari produk yang cukup *sticky* dengan para konsumennya, sehingga bisa kita perhitungkan sebagai perusahaan yang memiliki *economic moat*. Ciri lainnya dari *economic moat* ini terkait *switching cost*. Besarnya *switching cost* dan adanya kerepotan lebih besar jika harus beralih ke produk atau jasa perusahaan lainnya, bisa menghambat keinginan untuk beralih ke perusahaan lainnya. Apabila satu perusahaan sudah menggunakan *cloud-infrastructure* dari Oracle, tidak mudah bagi perusahaan itu untuk migrasi ke Amazon Cloud Service/ACS, demikian pula sebaliknya. Dengan alasan ini, kita dapat mengatakan bahwa Oracle atau ACS itu memiliki *economic moat*, karena jika harus beralih dari Oracle bisa menimbulkan konsekwensi munculnya *switching cost* yang tinggi. Akan lain halnya, apabila kita harus mengganti kaos kaki. Perusahaan dengan produksi kaos kaki, sulit untuk bisa dikatakan memiliki *economic moat*. Betapapun halus dan enakny sebuah kaos kaki, konsumen akan dengan mudah beralih ke kaos kaki yang lain. Apalagi murah atau mahalny harga akan sangat menentukan pilihan konsumennya.

Namun penting dicatat, bukan hanya perusahaan yang memiliki *moat* saja yang mampu menghasilkan laba. Beragam perusahaan *non-moat* di dunia, termasuk Indonesia, yang menunjukkan kinerja luar biasa baiknya.

Sales Growth. Perusahaan yang produk atau jasanya disukai, secara konsisten akan menunjukkan pertumbuhan hasil penjualannya. Melalui *stock-screener*, saya misalnya hanya memilih perusahaan yang rata-rata kenaikan penjualannya di 5 tahun terakhir ini minimum 5%. Semakin tinggi tingkat pertumbuhan, semakin menarik. Tetapi kita juga harus melihat konsistensinya. Selain itu, perlu ditelaah juga apakah kenaikan tersebut sebagai akibat dari terjadinya akusisi atau dari pertumbuhan organik?. Apakah kenaikan itu hasil dari peluncuran produk baru, atautkah berasal dari pertumbuhan produk yang sama?. Terjadinya konsistensi pertumbuhan angka penjualan ini dapat menjadi indikasi awal yang baik sebagai dasar kajian berikutnya. Sebaiknya kita juga menggunakan periode yang relatif panjang, misalnya 5 atau 10 tahun, untuk melihat konsistensi pertumbuhan ini. Dengan demikian, tidak perlu memberi reaksi berlebihan jika terjadi penurunan ataupun kenaikan dalam periode tertentu yang relatif pendek (misalnya di satu kwartal atau satu tahun tertentu). Perjalanan sebuah usaha jauh lebih panjang dari sekedar kinerja kwartalan. Terkait Sales Growth ini kita perlu juga melihat tahap kematangan perusahaan. Ekspektasi atas pertumbuhan *stalwart company* seperti Nestle, Walmart, atau McD tidak dapat disamakan dengan pertumbuhan Shake Shack misalnya. McD yang sudah memiliki 37,000 outlets di 120 negara, tentu tidak bisa lagi tumbuh seperti Shake Shack yang baru memiliki 100 outlets. Shake Shack dengan penjualan 268 Juta Dollar meningkat 41%, sementara McD dengan penjualan 24.6 Milyar Dollar, justru mengalami pertumbuhan negatif.

Gross Margin. Apabila produk sebuah perusahaan tidak saja dibutuhkan, tetapi juga disukai, maka perusahaan tersebut bisa menentukan harga premium. Ada ruang besar antara harga jual dengan biaya pembuatan barang itu. Sebuah tas dengan label Hermes atau Louis Vuitton, kopi yang disajikan di outlet Starbucks atau yang dikemas dengan merk Nestle, serta operating system yang diproduksi Microsoft dapat menjadi sebagian kecil contoh.

Atas alasan ini, maka sangat wajar jika kita harus tertarik untuk berinvestasi di perusahaan yang memiliki persentase Gross Margin tinggi. Tingginya persentase Gross-Margin menunjukkan bahwa konsumen memberikan nilai yang tinggi atas produk tersebut (dibandingkan terhadap biaya pembuatannya). Kembali melalui *stock-screener* kita untuk bisa memperoleh daftar perusahaan dengan parameter persentase Gross-Margin yang kita inginkan. Misalnya, kita hanya mau mengkaji perusahaan yang persentase Gross Margin-nya minimum 50%. Tentunya, lebih tinggi, lebih bagus. Melalui opsi *global stock-screener* yang dikeluarkan Financial Times, misalnya, saya menemukan sebuah perusahaan yang listed di Paris Stock Exchange dan memiliki Gross Margin 98% (!). Saya tidak salah tulis. Perusahaan itu menghasilkan rata-rata Gross Margin dalam 5 tahun terakhir ini sebesar 98%, sehingga masuk akal jika perusahaan ini menjadi bagian dari portfolio saya. Di bawah nanti akan saya singgung kembali soal perusahaan ini.

Untuk mereka yang belum memahami betul istilah Gross Margin ini, ada baiknya saya memberikan tambahan catatan. Angka Gross Margin ini menunjukkan selisih nilai penjualan dengan biaya pembuatannya. Selisih angka ini kemudian dibagi dengan nilai penjualan, karena Gross Margin ini dinyatakan dalam persentase. Jadi kalau nilai penjualan 100, dan biaya pembuatan 60, dan selisih angkanya, 40, kita bagi dengan 100, kita tahu bahwa Gross Margin perusahaan itu 40%. Dalam perhitungan ini, kita belum memasukan komponen biaya lainnya, misalnya biaya pemasaran, biaya administrasi, biaya karyawan, biaya bunga dan biaya-biaya lain yang dikeluarkan perusahaan.

Sekali lagi, *stock-screener* tidak tepat jika dianggap sebagai landasan yang dapat langsung digunakan untuk keputusan investasi. Dia hanya berfungsi sebagai titik awal untuk membuat daftar perusahaan yang kita akan kaji lebih lanjut. Khusus untuk emiten bank, angka Gross Margin yang digunakan Stockbit setelah diteliti lagi, angkanya menunjukkan hasil pengurangan total pendapatan operasi (bunga dan non-bunga) dikurangi total biaya langsung (bunga dan non-bunga), jadi agak sedikit berbeda dengan laporan baku yang dibuat bank. Namun melalui *screener* Stockbit ini misalnya saya menemukan Bank Pemda Jatim/BJTM, karena emiten ini memiliki Gross Margin yang sangat tinggi, 74%, sehingga menarik perhatian saya. Gross Margin BJTM berada di atas Bank Mandiri (62%), Bank BRI (70%), Bank BNI (62%), Bank Danamon (62%), Bank BNL (47%). Satu-satunya Bank yang Gross Margin-nya di atas BJTM adalah, *no surprise*, Bank BCA (77%). Selain itu, dividen yield BJTM yang hampir mencapai 8% tidak dapat saya abaikan juga. Terkait Gross Margin ini, berikan perhatian jika Anda melihat perusahaan yang menunjukkan trend peningkatan persentase Gross Margin. Perbaikan dalam Gross Margin, bisa menghasilkan kenaikan dalam persentase lebih besar dibandingkan dengan kenaikan dalam pertumbuhan penjualannya.

Return On Equity (ROE). Selain peningkatan angka penjualan secara konsisten, dan persentase Gross Margin, parameter lain apa lagi yang dapat kita gunakan?

Setiap perusahaan pasti membutuhkan modal yang dipakai untuk menghasilkan laba. Apabila perusahaan menghasilkan keuntungan, para pemegang saham dapat menikmati peningkatan investasinya. Peningkatan kekayaan itu dapat berbentuk akumulasi dividen yang diterima maupun dari kenaikan nilai perusahaan.

Sebaiknya kita memberikan perhatian untuk perusahaan yang bisa memberikan laba lebih tinggi atas setiap modal yang dimilikinya. Jadi jika ada 2 perusahaan memiliki modal yang sama, pilihlah perusahaan yang menghasilkan keuntungan lebih tinggi. Kita akan memilih A yang menghasilkan laba 200 juta, dan bukan B yang labanya 150 juta, jika modal A dan B itu sama-sama 1 Milyar (lupakan dulu faktor lain). Jika hasil keuntungan itu dibandingkan dengan modalnya, maka A menghasilkan 20%, sementara B angkanya 15%. Didalam istilah keuangan, ROE (Return On Equity) A adalah 20% dan B ROE-nya 15%.

Inilah parameter lain yang bisa digunakan untuk melihat apakah kinerja sebuah perusahaan lebih baik dibandingkan perusahaan lainnya. Apabila kita memilih berinvestasi di perusahaan yang menghasilkan ROE tinggi, maka perusahaan itu akan memelihara dan meningkatkan kekayaan kita. Silahkan saja Anda lihat para pemegang saham perusahaan seperti BRI dan BCA. Kekayaan para pemegang saham BRI terpelihara dengan baik, karena BRI dapat menghasilkan ROE rata-rata di atas 20% dalam 12 tahun terakhir. Keberhasilan ini menjadikan kekayaan pemegang sahamnya meningkat lebih dari 2,500% dalam 12 tahun terakhir ini. Angka kenaikan yang jauh di atas kenaikan Index BEI.

Untuk mendapatkan daftar perusahaan yang pandai mencetak keuntungan dari modal yang dimilikinya, kita menggunakan *stock-screener*. Misalnya kita hanya mau mengkaji lebih lanjut perusahaan yang menghasilkan ROE minimum 15%. Mengapa 15%? Tidak ada rumusan pasti, namun kita bisa melihat instrumen lain sebagai perbandingan. Menyimpan dana sebagai deposito, satu bentuk investasi tanpa risiko, memberikan hasil (bunga) 7%. Jika dana ini dijadikan modal untuk mendirikan perusahaan – dan setiap usaha memiliki risiko – maka wajar apabila untuk mengkompensasi risiko itu kita menuntut imbalan hasil yang lebih tinggi dari sekedar bunga deposito.

Atas alasan ini, saya hanya tertarik untuk berinvestasi di perusahaan yang hasil perputaran modalnya minimum dua kali dari suku bunga deposito. Lebih tinggi, tentu lebih baik lagi. Jadi ketika memilih angka 15% sebagai ratio minimum ROE sebuah perusahaan, hal ini telah mempertimbangkan alternatif investasi lainnya, dan komponen risiko yang melekat dari sebuah bisnis. Dengan demikian, jika perusahaan hanya bisa menghasilkan ROE di bawah suku bunga deposito (atau bahkan lebih kecil), sebaiknya perusahaan itu dibubarkan saja. Asset-nya dijual, lantas semua hutang dilunasi, dan sisanya (Modal) dibagikan kepada pemegang saham. Apa gunanya mengambil risiko berusaha, jika hasilnya lebih kecil dari deposit rate?. Lebih buruk lagi, jika perusahaan justru mengalami kerugian yang terus menerus. Sementara manajemen/karyawan tetap dapat menerima imbalan setiap bulannya, nilai kekayaan pemegang saham justru semakin merosot.

Setiap Anda menemukan perusahaan yang memiliki ROE di atas 20% atau lebih, jangan lepaskan perhatian Anda dari perusahaan seperti ini. Mungkin sekarang Anda belum berniat membelinya karena harganya masih terlalu tinggi (kita akan bicarakan soal ini pada saat membahas Prinsip #2). Bisa jadi, suatu saat nanti Anda mendapatkan kesempatan untuk membeli saham perusahaan semacam ini dengan harga yang jauh lebih baik (ingat tahun 1990, 1998, 2000, 2008 ?).

Cash Flow From Operation/CFO. Selain ROE, parameter apa lagi yang bisa kita gunakan untuk menemukan perusahaan terkait Prinsip #1 ini? Jika Anda hanya memilih untuk menjadi pemegang saham di sejumlah *capital-efficient companies*, bersyukurlah karena berarti Anda sudah menemukan kunci pokok berinvestasi. Apa yang disebut *capital-efficient companies*?

Capital-efficient companies adalah perusahaan yang tidak memerlukan tambahan belanja modal (*capital expenditure*) yang besar, untuk mempertahankan kegiatan usahanya. Dengan demikian, maka tersedia hasil usaha yang lebih banyak untuk para pemegang sahamnya, melalui pembayaran dividen atau dengan melakukan *buy-back* saham dari pasar. Jika tidak, hasil usaha tersebut bisa digunakan untuk memperbesar usaha perusahaan – melalui peningkatan kapasitas atau akuisisi – yang bisa memberikan hasil lebih besar lagi di masa datang.

Apa yang dapat dilihat untuk menemukan *capital-efficient companies* seperti ini? Kita bisa memulainya dengan melihat Cash Flow from Operation/CFO, atau uang tunai yang dihasilkan perusahaan dari kegiatan usahanya. Saya termasuk orang yang lebih senang melihat Cash Flow Statement dibandingkan Income Statement, atau Laporan Laba Rugi. Mengapa? Laba menunjukkan angka yang dihasilkan atas dasar sejumlah prinsip akuntansi. Sementara itu, CFO menunjukkan besaran uang tunai yang riil dihasilkan oleh perusahaan. Tidak ada yang dapat memanipulasi nilai tunai riil yang bisa dihasilkan perusahaan. Berbeda dengan angka laba atau rugi perusahaan.

Pada akhirnya hal paling utama dari setiap kegiatan usaha adalah, apakah bisnis itu mampu menghasilkan uang? Jika ya, berapa nilai tunai (kas) yang sebenarnya dihasilkan bisnis itu setiap tahunnya? CFO memberikan jawaban atas pertanyaan pokok ini : Apakah perusahaan menghasilkan tambahan nilai tunai dari kegiatan usahanya, atau justru sebaliknya menguras nilai tunai yang dimiliki perusahaan, sehingga harus mengambil hutang baru untuk menambal defisitnya. Oleh karena *capital efficient companies* tidak membutuhkan belanja modal yang besar untuk memelihara kegiatan bisnisnya, otomatis mereka juga tidak memiliki kebutuhan untuk menggunakan pinjaman. Dengan demikian, lazimnya CEC ini juga memiliki jumlah pinjaman, kalau pun ada, yang sangat kecil.

Sekedar contoh, kita bandingkan perusahaan Perancis di atas yang menghasilkan Gross Margin 98%, dengan BP Plc. Kedua-duanya bergerak di bisnis oil & gas. Perusahaan Perancis itu didalam 5 tahun terakhir menghasilkan akumulasi CFO sebesar 489 Juta Euro. Dari jumlah ini, hanya 23 Juta Dollar yang dipergunakan untuk *capital expenditure*. Dengan demikian, sekitar 95% cash hasil dari kegiatan usahanya bisa didekasikan bagi para pemegang sahamnya. Hutang Bank? Zero.

Mari kita lihat British Petroleum, alias BP, yang diperdagangkan di London Stock Exchange. BP tentu skalanya berbeda dengan perusahaan Perancis di atas, tetapi hal ini sama-sekali tidak mengurangi sasaran untuk dapat membedakan mana perusahaan yang *capital-efficient* dan mana yang tidak.

Dalam periode 5 tahun yang sama, Cash Flow from Operation yang diperoleh BP mencapai 104 Milyar Pound. Nilai tunai yang diterima perusahaan sebagai hasil operasi 5 tahun itu, ternyata habis digunakan untuk capital expenditure. Jumlah belanja modal yang diperlukan BP untuk memelihara kegiatan bisnis yang ada, nilainya juga hampir sama sekitar 104 Milyar Pound (100%). Tidak ada sisa yang dapat dinikmati oleh para pemegang sahamnya, jika perusahaan tidak menarik pinjaman baru. Oleh karena itu, dalam periode 5 tahun terakhir ini, BP membuat hutang baru 17 Milyar Pound, sehingga masih bisa membayar dividen bagi para pemegang sahamnya. Dengan tambahan hutang ini, jumlah hutang BP di akhir tahun 2016 meningkat menjadi 58.3 Milyar Pound. Sementara itu, pada sisi lain, nilai penjualan BP tahun 2016 (183 Milyar Pound) ini sudah jauh lebih kecil dari nilai penjualan yang pernah dicapainya di tahun 2012 (375 Milyar Pound).

Meskipun banyak perhitungan yang masih harus disesuaikan ketika saya melihat fitur *stock-screener* di Stockbit, khususnya terkait Cash Flow from Operation ini, saya menemukan sejumlah emiten yang menarik untuk dikaji lebih lanjut.

Hanya sebagai contoh saja, misalnya saya menemukan satu emiten di BEI, yang mungkin tidak akan terdeteksi kalau saya tidak menggunakan kriteria CFO ini. Meskipun kode saham lamanya masih tetap dipakai, RDTX, saya baru menyadari bahwa perusahaan sudah bukan perusahaan textile lagi. Saat ini, RDTX memiliki sejumlah gedung bertingkat di kawasan bisnis. Celakanya, website perusahaan tidak bisa diakses, bisa jadi mungkin disengaja agar tidak bisa diakses.

Namun demikian, melalui Stockbit dan website Bursa Efek Indonesia, kita bisa mendapatkan data-data keuangan perusahaan ini. Apa yang menarik perhatian saya? Pertama, karena sejak menghentikan kegiatannya di bidang textile, emiten ini mencatat peningkatan konsisten dalam CFO-nya, sekitar Rp 200-300 Milyar per-tahun. Kedua, belanja modal perusahaan relatif kecil, sekitar 20% dari CFO, sehingga 80% CFO tetap berada dalam perusahaan. Ketiga, sebagai konsekuensi dari faktor kedua ini, tidak ada hutang ke Bank dan terdapat kas sebesar Rp 450 Milyar. Keempat, dengan Market Cap saat ini sekitar Rp 2 Trilyun, dana di Bank Rp 450 Milyar dan hutang 0, maka emiten memiliki Enterprise Value (EV) yang lebih kecil dari Market Cap-nya, yaitu Rp 1.55 Trilyun. Dengan CFO sebesar 300 Milyar/tahun, maka EV/CFO hanya 5-6 kali (!). Enterprise Value saat ini, kurang lebih mencerminkan nilai buku perusahaan. Namun jika kita telaah lebih lanjut, apa yang tercermin dalam nilai buku (Modal perusahaan) ini sangat *undervalued*. Saat ini perusahaan memiliki 3 gedung perkantoran, yaitu Menara Danamon dan Menara Standard Chartered, yang berlokasi di jalan Prof Satrio, serta Menara PHE di TB Simatupang. Perusahaan juga merencanakan untuk mengembangkan 2 proyek pembangunan, salah satunya di daerah Tebet. Sebagaimana diketahui, nilai yang tercantum di buku perusahaan adalah nilai perolehan, yang tentu saja sangat berbeda dengan harga pasar yang saat ini berlaku

Tanah di Mega Kuningan yang saat ini dipakai untuk Menara Danamon, memiliki luas 5,384 m², dan nilai perolehan yang tercatat di buku sebesar Rp 20.8 Milyar, atau Rp 3.8 Juta/m² (!). Sementara itu, tanah yang digunakan Menara Standard Chartered, dengan luas 9,089 m², pada buku perusahaan tercatat dengan nilai perolehan sebesar Rp 95.3 Milyar, atau Rp 10.4 Juta per-meter (!). Untuk kedua bidang tanah ini saja, harga pasar yang saat ini berlaku sudah berada jauh di atas nilai buku. Cukup aman jika kita mengatakan, dengan memakai harga pasar saat ini, maka nilai buku tersebut hanya mencerminkan sekitar 10-15% nilai riil-nya.

NILAI BUKU. Masih terkait soal parameter dalam Prinsip #1 ini, salah satu yang bisa kita amati adalah trend peningkatan nilai buku perusahaan/saham. Jadi jika Anda melihat perusahaan dengan karakter seperti ini, amatilah, karena bisa jadi indikator ini akan memberikan kesempatan investasi yang baik. Nilai buku yang dimaksud bukan nilai buku absolut, tetapi nilai buku per-saham. Karena jika kita hanya melihat peningkatan nilai buku absolutnya saja, bisa jadi hal itu membawa kita ke perusahaan yang senantiasa membutuhkan injeksi modal dalam kegiatan usahanya. Berlawanan dengan *capital-efficient companies*.

Perusahaan yang secara konsisten menunjukkan peningkatan pada nilai buku persahamnya, memberikan isyarat terjadinya pemupukan kekayaan yang diperoleh dari hasil usaha perusahaan. Mari kita ambil contoh, sekali lagi, Bank BRI, untuk dapat memberi gambaran soal ini. Dengan pemahaman ini, saya mengharapkan Anda bisa mulai mencari kandidat emiten di BEI untuk 10-15 tahun mendatang.

Secara rata-rata historis, ratio harga saham dengan nilai buku per-saham (Price to NBV) untuk Bank terkemuka di Indonesia, berkisar antara 2-3 kali. Tentu kita perlu melihat faktor lainnya, tetapi untuk exercise ini kita murni menggunakan Price/NBV Ratio ini untuk memberikan ilustrasinya.

Nilai Buku per-saham BRI di dalam kurun waktu 2004-2015 tercatat mengalami kenaikan seperti berikut ini : 505, 541, 684, 788, 906, 1105, 1487, 2019, 2630, 3216, 3962 dan 4574. Apabila kita menggunakan ratio historis Price/NBV, maka dengan NBV tahun 2004 sebesar Rp 505, harga saham BRI di tahun itu berada di kisaran harga Rp 1,010 – Rp 1,515.

Meskipun kita tetap memakai ratio Price/NBV yang sama seperti di tahun 2004, yaitu 2 – 3X, tetapi karena NBV per-saham BRI mengalami kenaikan dan tercatat di Rp 4,574, maka kisaran harga saham BRI di tahun 2015 sudah jauh meningkat dibandingkan harga di tahun 2004. Tahun 2015, menjadi normal jika saham BRI diperdagangkan di harga antara Rp 9,000 – 13,500. Oleh karena itu, apabila pola yang terjadi di masa lalu dapat dipertahankan, kita bisa membuat ekstrapolasi yang mengantarkan kita kepada perkiraan harga BRI dalam 5, 10, 15 tahun ke depan. Ini jugalah sebabnya, mengapa Buffett menyenangi perusahaan dengan kadar *predictability* yang tinggi.

The Buffett Way yang membahas Prinsip #1 ini untuk sementara saya anggap cukup memadai. Pembahasannya nanti kita teruskan dengan memasukan soal ini kedalam kerangka Prinsip #2, membeli sahamnya dengan harga wajar dan #3, menjadikan waktu sebagai teman, melalui sejumlah contoh emiten di BEI.

Have a great investing.

Jakarta, 13 Maret 2017.

Joeliardi Sunendar.