



Jurnal Masharif al-Syariah: Jurnal Ekonomi dan Perbankan Syariah
ISSN: 2527 - 6344 (Printed), ISSN: 2580 - 5800 (Online)
Accredited No. 204/E/KPT/2022
DOI: <https://doi.org/10.30651/jms.v10i3.26870>
Volume 10, No. 3, 2025 (1803-1819)

ANALISIS DUAL-APPROACH VALUATION SAHAM FARMASI: STUDI EMPIRIS DI BURSA EFEK INDONESIA

Kurnia Permana¹, Muhammad Haris Saputra², Aegisia Sukmawati³
Universitas Jambi

Kurnia.permana@unja.ac.id¹, mharissaputra@unja.ac.id², aegisias@unja.ac.id³

Abstract

Stock valuation is a fundamental component in investment decision-making, particularly due to the inherent risk associated with equity instruments. This study aims to estimate the fair value of stocks from leading pharmaceutical companies by market capitalization listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX). Two valuation approaches are employed: the Discounted Cash Flow (DCF) method using the Free Cash Flow to the Firm (FCFF) model, and the Relative Valuation (RV) method using the Price-to-Earnings (PER) and Price-to-Book Value (PBV) ratios. Valuations are assessed under three scenarios: pessimistic, moderate, and optimistic. Annual audited financial reports from 2015 to 2019 serve as the basis for financial projections from 2020 to 2024. Findings reveal that all stocks are undervalued under the DCF-FCFF approach across all scenarios. However, the RV method using PER consistently indicates that all stocks are overvalued. Under the PBV approach, only PT Kimia Farma Tbk (KAEF) appears undervalued in the pessimistic scenario, while PT Kalbe Farma Tbk (KLBF) and PT Indofarma Tbk (INAF) remain overvalued. In the moderate and optimistic scenarios, all stocks are considered overvalued based on PBV. These findings highlight the contrasting outcomes between intrinsic and relative valuation methodologies.

Keywords: Discounted Cash Flow, Free Cash Flow to Firm, Relative Valuation

Abstrak

Saham perusahaan merupakan instrumen investasi dengan tingkat risiko yang relatif tinggi, sehingga diperlukan penilaian yang cermat terhadap nilai wajarnya. Penelitian ini bertujuan untuk mengestimasi nilai wajar saham pada perusahaan subsektor farmasi dengan kapitalisasi pasar terbesar yang tercatat di Bursa Efek Indonesia. Penilaian dilakukan menggunakan dua pendekatan: *Discounted Cash Flow* (DCF) dengan model *Free Cash Flow to the Firm* (FCFF), serta *Relative Valuation* (RV) dengan rasio *Price to Earnings* (PER) dan *Price to Book Value* (PBV). Ketiga metode ini dianalisis dalam tiga skenario: pesimis, moderat, dan optimis. Data yang digunakan

berasal dari laporan keuangan tahunan perusahaan selama periode 2015–2019, yang menjadi dasar proyeksi kinerja untuk tahun 2020–2024. Hasil analisis menunjukkan bahwa dengan pendekatan DCF-FCFF, seluruh saham perusahaan berada dalam kondisi *undervalued* di semua skenario. Sebaliknya, pendekatan RV dengan rasio PER menunjukkan kondisi *overvalued* pada ketiga saham. Sementara itu, pada pendekatan PBV, hanya saham KAEF yang *undervalued* dalam skenario pesimis; saham KLBF dan INAF tetap *overvalued*. Pada skenario moderat dan optimis, seluruh saham menunjukkan kondisi *overvalued*.

Kata Kunci: Discounted Cash Flow, Free Cash Flow to Firm, Relative Valuation

1. Pendahuluan

Bursa Efek Indonesia (BEI), atau Indonesia Stock Exchange (IDX), merupakan lembaga resmi yang menyelenggarakan perdagangan di pasar modal Indonesia. BEI menyediakan berbagai instrumen keuangan jangka panjang yang dapat diperdagangkan, termasuk saham, obligasi, reksa dana, serta instrumen keuangan lainnya. Indonesia, sebagai salah satu negara dengan populasi terbesar di dunia—yakni mencapai 268.074.600 jiwa—menghadapi tantangan dalam sektor kesehatan masyarakat. Berdasarkan data Survei Sosial Ekonomi Nasional (Susenas) yang dirilis oleh Badan Pusat Statistik (BPS), angka kesakitan masyarakat menunjukkan tren menurun dari 16,14% pada tahun 2015 menjadi 13,91% pada tahun 2018, sebelum kembali meningkat menjadi 15,38% pada tahun 2019. Kondisi ini mencerminkan pentingnya ketersediaan produk farmasi, obat-obatan, dan alat kesehatan.

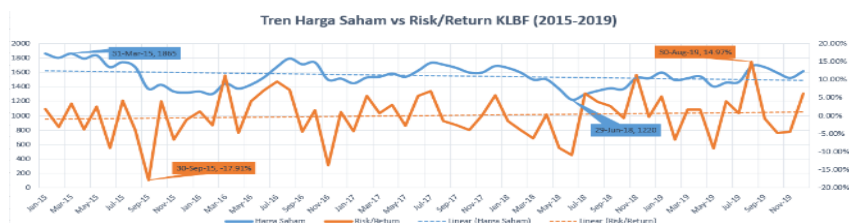
Dengan jumlah penduduk yang besar dan kebutuhan kesehatan yang tinggi, sektor farmasi menjadi salah satu bidang investasi yang potensial. Berdasarkan pengumuman BEI No. Peng-00045/BEI.POP/02-2020, terdapat 10 emiten subsektor farmasi yang tergabung dalam Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI), antara lain: KLBF, KAEF, INAF, SIDO, TSPC, DVLA, PEHA, MERK, SCPI, dan PYFA.

No	Kode Saham	Nama Emiten	Tanggal IPO	Kapitalisasi Pasar [Rp.]
1	KLBF	Kalbe Farma Tbk.	30 Jul 1991	Rp. 75.000.195.376.000
2	KAEF	Kimia Farma Tbk.	04 Jul 2001	Rp. 16.384.300.000.000
3	INAF	Indofarma Tbk.	17 Apr 2001	Rp. 15.465.344.825.000
4	SIDO	Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk.	18 Des 2013	Rp. 12.300.000.000.000
5	TSPC	Tempo Scan Pacific Tbk.	17 Jun 1994	Rp. 6.862.500.000.000
6	DVLA	Darya-Varia Laboratoria Tbk.	11 Nov 1994	Rp. 2.296.000.000.000
7	PEHA	Phapros Tbk.	26 Des 2018	Rp. 1.932.000.000.000
8	MERK	Merck Tbk.	23 Jul 1981	Rp. 1.912.960.000.000
9	SCPI	Merck Sharp Dohme Pharma Tbk.	08 Jun 1990	Rp. 104.400.000.000
10	PYVA	Pyridam Farma Tbk.	16 Okt 2001	Rp. 90.963.600.000

Sumber : di olah dari www.idx.co.id

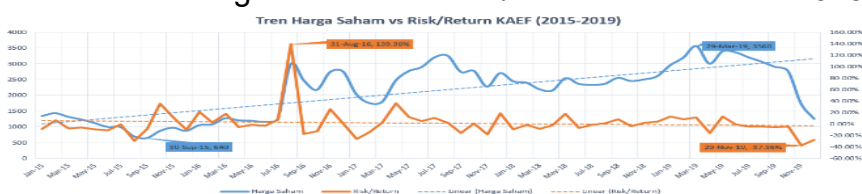
Gambar 1.1: Nilai Kapitalisasi Emiten Subsektor Farmasi

Pergerakan harga saham di Bursa Efek Indonesia (BEI) menunjukkan volatilitas yang tinggi di seluruh sektor, termasuk sektor farmasi. Dalam subsektor tersebut, terdapat tiga emiten utama yang memiliki kapitalisasi pasar terbesar dan secara agregat menguasai sekitar 81% pangsa pasar industri farmasi. Ketiga perusahaan tersebut dianggap representatif dalam mencerminkan dinamika kinerja subsektor farmasi, yaitu PT Kalbe Farma Tbk. (KLBF), PT Kimia Farma Tbk. (KAEF), dan PT Indofarma Tbk. (INAF).



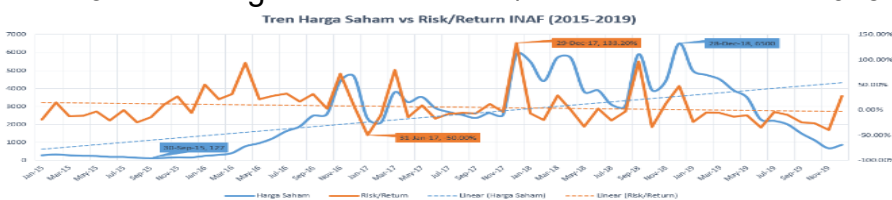
Sumber : di olah dari www.idx.co.id

Gambar 1.2: Tren Harga Saham VS Risk/Return KLBF tahun 2015-2019



Sumber : di olah dari www.idx.co.id

Gambar 1.3: Tren Harga Saham VS Risk/Return KAEF tahun 2015-2019



Sumber : di olah dari www.idx.co.id

Gambar 1.4: Tren Harga Saham VS Risk/Return INAF tahun 2015-2019

Gambar 1.2 hingga 1.4 menggambarkan pergerakan harga saham yang bersifat fluktuatif dan volatil, sehingga menghasilkan imbal hasil yang tidak pasti bagi investor. Kondisi ini menimbulkan ketidakamanan bagi investor dalam mengambil keputusan investasi. Studi terdahulu mengindikasikan bahwa harga saham yang diperdagangkan di bursa seringkali belum mencerminkan nilai intrinsik yang didasarkan pada kinerja fundamental perusahaan. Oleh karena itu, untuk mengantisipasi volatilitas harga saham dan mengurangi ketidakpastian investasi, diperlukan proses valuasi yang komprehensif terhadap saham perusahaan.

2. Kajian Pustaka

2.1 Teori Valuasi

Penilaian perusahaan memerlukan alat analisis fundamental yang memanfaatkan laporan keuangan sebagai indikator kinerja perusahaan, yang dikenal dengan istilah valuasi (Damodaran, 2012). Dalam proses pengambilan keputusan investasi, investor menetapkan kriteria dan fokus tertentu, baik dari aspek kualitas perusahaan yang meliputi aset, ekuitas, dan struktur modal, maupun prospek masa depan perusahaan. Oleh karena itu, analisis fundamental menjadi penting karena mampu mengintegrasikan berbagai indikator yang mencerminkan karakteristik serta kondisi keuangan perusahaan, termasuk arus kas, profil risiko, dan potensi pertumbuhan (Damodaran, 2012).

Valuasi aset perusahaan dapat dilakukan melalui empat pendekatan metode, yaitu: (1) Asset Based Valuation, (2) Contingent Claim Valuation, (3) Discounted Cash Flow Valuation, dan (4) Relative Valuation (Damodaran, 2006).

2.2 Discounted Cash Flow

Menurut Damodaran (2006), *Discounted Cash Flow Valuation* merupakan metode valuasi yang digunakan untuk menentukan nilai suatu aset berdasarkan proyeksi arus kas masa depan yang didiskontokan dengan tingkat diskonto yang mencerminkan tingkat risiko dari arus kas tersebut. Metode ini memandang nilai aset sebagai nilai kini (*present value*) dari seluruh arus kas yang dapat dihasilkan oleh aset tersebut, dengan menggunakan tingkat diskonto yang menggambarkan risiko yang melekat pada arus kas perusahaan (Damodaran, 2006). Formula dasar yang digunakan dalam perhitungan arus kas dengan pendekatan ini adalah sebagai berikut:

$$\text{Value of Asset} = \frac{E(CF_1)}{(1+r)^1} + \frac{E(CF_2)}{(1+r)^2} + \frac{E(CF_3)}{(1+r)^3} + \dots + \frac{E(CF_n)}{(1+r)^n} \quad (1)$$

Dimana:

E (CF_t) = Arus kas yang diharapkan dalam periode t

r = Tingkat diskonto

n = Umur aset

2.2.1 Free Cash Flow to Firm (FCFF)

Free Cash Flow to Firm adalah seluruh arus kas yang tersedia untuk semua pemberi modal (pemegang saham biasa, pemegang saham preferen, investor obligasi konvertibel, pemegang utang, dan lain-lain) pada suatu perusahaan. Langkah awal dalam melakukan perhitungannya adalah Laba Operasi Bersih Setelah Pajak (NOPAT) yang didapatkan dengan mengalikan Laba Sebelum Bunga dan Pajak (EBIT) dengan (1-Tarif Pajak). Sehingga, semua pengeluaran non-tunai dan efek CapEx dan

perubahan terhadap Modal Kerja Bersih dihilangkan karena berfokus pada operasi inti (Damodaran, 2012).

Adapun rumus yang digunakan untuk menghitung FCFF adalah sebagai berikut (Damodaran, 2012:380) :

$$\text{FCFF} = \text{NOPAT} + \text{D\&A} - \text{CAPEX} - \Delta \text{Net WC} \quad (2)$$

Untuk menghitung tingkat diskonto dibutuhkan analisis secara mendalam pada struktur pembiayaan perusahaan dan kondisi pasar saat ini. Tingkat diskonto yang digunakan pada pendekatan FCFF disebut *weighted average cost of capital* (WACC). Nilai perusahaan dapat dihasilkan dengan menggunakan rumus WACC untuk mendiskontokan nilai FCFF (Damodaran, 2006). Adapun rumus yang digunakan dalam memperoleh nilai perusahaan adalah sebagai berikut: (Damodaran, 2006)

$$\text{Value of The Firm} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{FCFF}_t}{(1+WACC)^t} \quad (3)$$

Setelah menetapkan *terminal value* yang didiskontokan pada nilai saat ini (*present value*) dan juga menetapkan *present value* dari arus kas yang diperoleh dalam jangka waktu dan skenario tertentu (FCFF), selanjutnya kedua nilai tersebut ditambahkan bersama-sama untuk memberikan nilai perusahaan atau nilai ekuitas.

Adapun rumus yang digunakan dalam menghitung nilai perusahaan dengan menggunakan metode pendekatan *Free Cash Flow to Firm* yang pertumbuhannya telah stabil pada periode tahun tertentu, dan setelahnya tumbuh konstan pada tingkat *perpetual growth* sebesar g yakni sebagai berikut (Damodaran, 2012):

$$\text{Value of The Firm} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{FCFF}_t}{(1+WACC)^t} + \frac{TV}{(1+WACC)^t} \quad (4)$$

$$\text{Terminal Value} = \frac{\text{FCFF}_{n+1}}{WACC_{n+1} - g_n} \quad (5)$$

2.3 Relative Valuation

Damodaran (2006) menjelaskan bahwa *Relative Valuation* merupakan metode valuasi yang bertujuan untuk melakukan valuasi suatu aset berdasarkan kemiripan aset tersebut dihargai pasar. *Relative Valuation* dilakukan dengan bantuan beberapa alat atau disebut juga *multiples*. Salah satu bentuk *multiples* adalah *price multiples* yang komponen utamanya merupakan harga pasar. Adapun pendekatan yang dapat digunakan untuk melakukan valuasi suatu perusahaan dengan metode relative valuation meliputi : *Price to Earning Ratio* (PER), *Price Book Value* (PBV), dan *EBITDA Multiple Multiples* (Damodaran, 2012).

2.3.1 Pendekatan *Price Earning Ratio* (PER)

Nilai laba dari suatu perusahaan menjadi alternatif lain dalam melakukan valuasi untuk menghitung nilai intrinsik saham. *Earning Per Share* (EPS) merupakan bagian informasi penting yang ada di perusahaan yang berguna untuk memperkirakan nilai intrinsik saham dalam analisis perusahaan. EPS yang digunakan dapat berupa *earnings per share* saat ini, *trailing earnings per share*, *forward earnings per share*, *primary earning per share*, dan lainnya. Adapun rumus untuk menghitung nilai intrinsik saham dengan menggunakan metode pendekatan *Price to Earning Ratio* adalah sebagai berikut (Damodaran, 2012):

$$\text{PER} = \frac{\text{Share Price}}{\text{Earnings Per Share}} \quad (6)$$

2.3.2 Pendekatan *Price to Book Value* (PBV)

Para investor menilai harga dan *book value* menjadi suatu hal penting yang harus di berikan perhatian lebih. Jika saham dijual diatas nilai buku ekuitasnya pada umumnya dianggap berada pada kondisi *overvalued* sebaliknya jika saham dijual di bawah nilai buku ekuitasnya maka akan dianggap berada pada kondisi *undervalued*. Ekspektasi yang ada dipasar terkait kekuatan pendapatan dan arus kas perusahaan menggambarkan nilai ekuitas pasar pada suatu perusahaan. Adapun rumus untuk menghitung nilai intrinsik saham dengan menggunakan metode pendekatan *Price to Book Value* adalah sebagai berikut (Damodaran, 2012):

$$\text{PBV} = \frac{\text{Price Per Share}}{\text{Book Value of equity per share}} \quad (7)$$

Penelitian yang dilakukan oleh Ivanovski, et al (2015) dengan judul “Application of Dividend Discount Model At Macedonian Stock Exchange” bertujuan untuk menguji ketepatan dari model Discounted Free Cash Flow di Macedonian Stock Exchange (MSE). Data historis yang digunakan pada penelitian ini diambil dalam rentang waktu periode tahun 2008 sampai dengan tahun 2010 di Komercijalna Banka. Penelitian ini menjelaskan bahwa dengan menggunakan metode Divident Discount Model berguna untuk dijadikan sebagai tambahan metode untuk melakukan valuasi pada saham yang terdaftar di Macedonian Stock Exchange.

Abdullah, et al (2015) melakukan penelitian untuk menganalisis mengenai apakah harga pasar dinilai terlalu tinggi, dengan judul “Is The Stock Market Overvalued: A Study in the Context of Bangladesh ?” penelitian ini menggunakan

metode RV-PER, P/CF ratio, dan P/S ratio dengan data historis yang dikumpulkan dalam rentang waktu periode tahun 2009 sampai dengan tahun 2010. Berdasarkan penelitian ini dapat disimpulkan bahwa semua metode yang digunakan menunjukkan hasil berupa harga pasar dinilai berada pada kondisi *overvalued*.

Menurut Dong (2018), dalam penelitiannya yang berjudul *Enterprise Value Evaluation Based on FCFF Model – A Case Analysis of Beixinyuan Company* bertujuan untuk mengaplikasikan metode FCFF untuk melakukan valuasi perusahaan Bexinyuan. Penelitian ini hanya menggunakan satu metode valuasi yaitu DCF-FCFF dengan data yang digunakan diambil dalam periode waktu 2011 sampai dengan 2015. Berdasarkan hasil dari analisis dapat disimpulkan bahwa harga wajar saham perusahaan Beixinyuan masih berada dibawah harga pasar atau berada pada kondisi *undervalued*.

Menurut Neaxie dan Hendrawan (2018) dalam penelitiannya yang berjudul *Telecommunication Company Share Valuation Using Discounted Cash Flow and Relative Valuation Method Listed in Indonesia Stock Exchange for Forecast* bertujuan untuk mengetahui nilai intrinsik saham dengan analisis fundamental pada perusahaan telekomunikasi. Metode yang digunakan pada penelitian ini berupa metode DCF-FCFF, RV-PER, RV-PBV, dan EBITDA *Multiple* dengan data historis yang digunakan diambil dalam periode waktu 2006 sampai dengan 2016. Berdasarkan hasil analisis dapat disimpulkan bahwa metode DCF-FCFF, pada kondisi optimis TLKM dan ECXL dinilai *overvalued* sedangkan ISAT dinilai *overvalued*. Dalam kondisi moderat, TLKM dinilai *undervalued* sedangkan EXCL dan ISAT dinilai *overvalued*. pada kondisi pesimis, ISAT, TLKM, dan EXCL dinilai berada pada kondisi *overvalued*. Sedangkan dengan metode RV-PER, TLKM dan EXCL dinilai *undervalued*, sedangkan ISAT dinilai *overvalued*. Serta dengan metode RV-PBV, TLKM dan ISAT berada pada kondisi dinilai *overvalued* dan EXCL pada kondisi dinilai *undervalued*.

Putra, et al melakukan penelitian dengan judul “Differences In Intrinsic Value With Stock Market Prices Using The Price Earning Ratio (PER) Approach As An Investment Decision Making Indicator” penelitian ini bertujuan untuk mengetahui nilai intrinsik pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Data historis yang digunakan pada penelitian ini diambil pada periode tahun 2016 sampai

dengan tahun 2017. Hasilnya menunjukkan bahwa 7 perusahaan berada pada kondisi Undervalued yaitu perusahaan CINT,SMBR,WTON,AMFG, ISSP,DAN DPNS. Sedangkan untuk 11 perusahaan lainnya berada pada kondisi overvalued yaitu perusahaan INDF,MLBI,MYOR,SKLT,ROTI,SMGR,ARNA,TOTO,INAI, dan EKAD menunjukkan kondisi penilaian yang *overvalued* dari semua harga pembukaan saham.

Rahmawantari, Puspitaningtyas (2019) melakukan penelitian dengan judul *P/E Ratio Dalam Valuasi Saham Untuk Pengambilan Keputusan Investasi*, yang bertujuan untuk mengetahui nilai intrinsik saham pada perusahaan yang membagikan dividen dan tergabung kedalam Jakarta Islamic Index (JII). Penelitian ini menggunakan metode *Relative Valuation* dengan pendekatan *Price to Earning Ratio* (PER) dengan data yang diambil dalam rentang waktu periode tahun 2018. Hasilnya menunjukkan ada 12 perusahaan yang termasuk kedalam kategori *undervalue* dan 14 perusahaan yang termasuk dalam kategori *overvalued*. Dari total 12 perusahaan yang termasuk dalam kategori undervalued ada 5 perusahaan yang memiliki nilai PER paling kecil yaitu pada perusahaan ADRO, AKRA, INDY, PTPP dan UNTR.

Berdasarkan penelitian Yuliah, et al (2019) yang berjudul *Analisis Nilai Saham Dengan Divident Discount Model (DDM) (Studi kasus Perusahaan Terkstil dan Garmen yang Terdaftar DI Bursa Efek Indonesia Tahun 2018)*". Tujuan dari penelitian ini untuk mengetahui dan menganalisa hasil perhitungan penilaian saham menggunakan DDM dengan data yang digunakan diambil pada periode tahun 2018. Hasilnya menunjukkan bahwa saham BELL dan RICY berada pada kondisi overvalued, sementara pada saham PBRX, SRIL dan TRIS berada pada kondisi Undervalued.

Menurut Hasan dan Hendrawan (2020) dalam penelitiannya yang berjudul *Metal and Mineral Mining Firm's Equity Valuation in Indonesia Stock Exchange* bertujuan untuk menganalisis nilai intrinsik saham pada perusahaan subsektor Pertambangan Logam dan Mineral. Metode yang digunakan pada penelitian ini terdiri dari metode *Discounted Cash Flow* dengan pendekatan *Free Cash Flow to Firm* (FCFF) serta metode *Relative Valuation* dengan pendekatan *Price Earning Ratio* (PER) dan *Price to Book Value* (PBV) dengan data historis yang diambil dalam periode tahun 2013-2017. Berdasarkan hasil analisis dapat disimpulkan bahwa dengan

menggunakan metode FCFF harga saham ANTM berada pada kondisi *undervalued* untuk semua skenario, sementara INCO dan TINS berada dalam kondisi *overvalued* untuk semua skenario. Sedangkan dengan menggunakan metode PER dan PBV menunjukkan hasil bahwa ketiga perusahaan yang menjadi objek penelitian berada dalam kisaran industri yang artinya penilaian dari hasilnya telah benar. Sehingga rekomendasi yang dapat diberikan kepada investor untuk membeli saham ANTM dan menjual saham INCO dan TINS.

Hendrawan, Susilowati, Kristanti (2020) melakukan penelitian dengan judul *Share Valuation of Indonesian Regional Development Bank Using Free Cash Flow to Equity and Relative Valuation Methods*. Bertujuan untuk mengetahui nilai intrinsik pada bank daerah . Penelitian ini menggunakan metode *Discounted Cash Flow* dengan pendekatan *Free Cash Flow to Equity* (FCFE) serta metode *Relative Valuation* dengan pendekatan *Price Earning Ratio* (PER) dan *Price to Book Value* (PBV). Data yang digunakan pada penelitian ini berupa data sekunder yang diperoleh dari laporan keuangan dan laporan tahunan yang diambil pada rentang waktu tahun 2013 – 2017. Hasilnya menunjukkan dengan menggunakan metode FCFE saham BJBR dan BJTM berada pada kondisi *overvalued* dan BEKS pada kondisi *undervalued*, sedangkan pada metode PER dan PBV saham BJBR dan BJTM berada pada kondisi *overvalued* dan BEKS pada posisi *undervalued*.

Berdasarkan penelitian Hendrawan, et all (2020) yang berjudul *Equity Valuation on Property and Real Estate Listed Companies in 2018: Evidence from Indonesia Stock Exchange* bertujuan untuk mengetahui nilai intrinsik saham pada perusahaan Properti dan Real Estate yang terdaftar di BEI tahun 2018. Penelitian ini menggunakan metode *Discounted Cash Flow* dengan pendekatan *Free Cash Flow to Firm* (FCFF) serta metode *Relative Valuation* dengan pendekatan *Price Earning Ratio* (PER) dan *Price to Book Value* (PBV) dengan menggunakan data yang diambil dalam kurun waktu 5 tahun terakhir yaitu pada tahun 2013 – 2017. Berdasarkan hasil analisis didapatkan bahwa dengan menggunakan metode DCF-FCFF saham CTRA berada pada kondisi *undervalued* untuk semua skenario, sementara pada saham LPKR dan BSDE dinilai *overvalued* untuk semua skenario. Sedangkan dengan menggunakan metode PER dan PBV menunjukkan bahwa semua saham yang dievaluasi dalam

harga yang sama. Sehingga rekomendasi yang dapat diberikan berupa membeli saham CTRA yang dinilai murah dan menjual saham LPKR dan BSDE.

3. Metode Penelitian

3.1 Tahapan Penelitian

Prosedur penelitian merupakan langkah-langkah atau tahapan-tahapan yang harus dikerjakan atau dilalui agar dapat menjawab pertanyaan penelitian serta tujuan penelitian dapat tercapai. Adapun prosedur penelitian yang perlu dilakukan adalah sebagai berikut (Hendrawan *et al*, 2020): 1. Mendefinisikan dan merumuskan masalah. 2. Melakukan studi kepustakaan. 3. Menentukan model atau desain penelitian: *Discounted Cash Flow* dengan pendekatan FCFF dan *Relative Valuation* dengan pendekatan PER dan PBV. 4. Mengumpulkan data sekunder pada perusahaan sub sektor Farmasi. 5. Mengolah dan menyajikan informasi: valuasi perusahaan menggunakan metode DCF dengan pendekatan FCFF dan *Relative Valuation* dengan pendekatan PER dan PBV. 6. Menentukan nilai intrinsik hasil analisis dalam kondisi *overvalued*, *fair*, atau *undervalued*. 7. Menganalisis dan menginterpretasikan data. 8. Membuat kesimpulan dan saran

3.2 Analisis Nilai Intrinsik Saham Menggunakan Metode Discounted Cash Flow dengan pendekatan Free Cash Flow to Firm

Damodaran (2006) menjelaskan mengenai tahapan-tahapan yang harus dilakukan dalam melakukan perhitungan menggunakan metode Discounted Cash Flow dengan pendekatan Free Cash Flow to Firm sebagai berikut : 1. Melakukan Klasifikasi pada Data Historis Sebagai acuan Proyeksi. 2. Melakukan Proyeksi dan Analisa Pada Rasio Keuangan. 3. Melakukan Perhitungan pada Aliran Kas Dengan DCF (FCFF). 4. Melakukan Perhitungan pada Hitung Estimasi Biaya Modal (WACC). 5. Melakukan Perhitungan pada Hitung *Terminal Value* (TV). 6. Mendiskontokan DCF (FCFF) dan *Terminal Value* (TV). 7. Melakukan Perhitungan pada Nilai Perusahaan/*Enterprise Value*. 8. Melakukan Perhitungan pada Nilai Ekuitas Perusahaan atau *Equity Value* (EV). 9. Melakukan Perhitungan pada *Price Per Share*. 10. Melakukan penilaian dan Memberikan Rekomendasi

3.3 Analisis Nilai Intrinsik Saham Dengan Metode Relative Valuation Pendekatan Price Earnings Ratio

Semakin rendah nilai PER yang dimiliki oleh perusahaan menandakan semakin besar keuntungan yang akan diterima untuk setiap lembar saham karena harga saham dinilai semakin murah. Sebaliknya, semakin tinggi nilai PER yang dihasilkan oleh perusahaan maka semakin kecil keuntungan yang akan didapatkan pada setiap lembar sahamnya, karena harga pasar dinilai semakin mahal. (Damodaran, 2012).

Dalam melakukan estimasi nilai PER dengan dasar nilai intrinsik saham yang telah di peroleh dari perhitungan DCF adalah dengan cara menentukan nilai Earnings Per Share (EPS) terlebih dahulu. Adapun rumus yang dapat digunakan untuk mencari nilai EPS adalah sebagai berikut (Brigham and Eddart, 2010):

$$\text{EPS} = \text{EAT} / \text{Jumlah Saham Beredar}$$

Hasil dari perhitungan EPS digunakan untuk menghitung PER. Dengan mengetahui nilai PER yang ada, maka langkah berikutnya yang dilakukan adalah dengan membandingkan nilai per perusahaan dengan rerata industri. Tabel 3.1 berikut ini memberikan gambaran kondisi dan rekomendasi saham berdasarkan nilai PER yang telah ditentukan.

Tabel 3.1 Penilaian dan rekomendasi Saham Berdasarkan Nilai PER

Keterangan	Kondisi Harga Saham
PER < Rerata PER Industri = (0,441)	Harga saham berada pada kondisi <i>Undervalued</i> , direkomendasikan untuk membeli atau menyimpan saham jika telah memiliki
PER = Rerata PER Industri = (0,441)	Harga saham berada pada kondisi wajar (<i>Fairvalued</i>), direkomendasikan untuk menan atau tidak membeli dan menjual saham.
PER > Rerata PER industri = (0,441)	Harga saham berada pada kondisi <i>Overvalued</i> , direkomendasikan untuk menjual saham

3.4 Analisis Nilai Intrinsik Saham Dengan Metode Relative Valuation Pendekatan Price Book Value

Untuk menghitung nilai intrinsik masing-masing perusahaan dengan menggunakan pendekatan *Price Book Value* (PBV) akan mendapatkan hasil yang lebih baik jika menggunakan rasio PBV saham dari perusahaan sejenis pada industri yang sama. Rasio PBV pada setiap perusahaan dapat dihitung dengan rumus yang telah dijelaskan. Sebelum menentukan PBV maka terlebih dahulu harus menghitung besarnya *Book Value*. Rumus yang dapat digunakan untuk menghitung *Book Value* adalah sebagai berikut (Brigham dan Ehrhardt, 2010):

$$\text{BV} = \text{Jumlah Ekuitas} / \text{Jumlah Saham Beredar}$$

Selanjutnya masing-masing perusahaan sejenis tersebut dilakukan perhitungan PBV pada periode tahun terakhir dan dirata-rata. Kemudian hasil yang diperoleh dari rata-rata rasio PBV perusahaan sejenis tersebut dilakukan pengkalian dengan harga

saham perusahaan per tanggal 01 Januari 2020 untuk mengetahui nilai wajar pada saat perhitungan ini selesai dilakukan di tahun 2020. Tabel 3.2 berikut ini memberikan gambaran kondisi dan rekomendasi pada saham berdasarkan nilai PBV yang telah diketahui.

Tabel 3.2 Rekomendasi investasi Berdasarkan Hasil Penilaian PBV

Kondisi Harga Saham	Rekomendasi Investasi
PBV < Rerata perusahaan = 3,11	Membeli atau menyimpan saham jika telah dimiliki.
PBV = Rerata perusahaan = 3,11	Menahan atau tidak membeli dan menjual saham.
PBV > Rerata perusahaan = 3,11	Menjual saham.

4 HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 Discounted Cash Flow – Free Cash Flow To Firm (FCFF)

Dengan menggunakan metode Free Cash Flow to Firm maka didapatkan hasil perhitungan valuasi saham untuk ketiga perusahaan yaitu, KLBF, KAEF dan INAF untuk skenario yang telah ditetapkan sebelumnya yaitu pada skenario pesimis, moderat dan optimis, nilai intrinsik yang telah didapatkan kemudian dilakukan perbandingan dengan harga saham yang berada di pasar saham yang diambil pada tanggal 2 Januari 2020. Adapun hasil perhitungan menggunakan Free Cash Flow to Firm dapat dilihat pada tabel 4.1. Adapun hasil perhitungan menggunakan Free Cash Flow to Firm dapat dilihat pada tabel 4.1.

Tabel 4.1 Nilai Intrinsik Saham Dengan Metode Free Cash Flow to Firm

FCFF	Skenario	Nilai Intrinsik	Harga Saham Pada 2 Januari 2020	Kondisi	Rekomendasi
KLBF	Pesimis	2,171	1,615	Undervalued	Beli
	Moderat	2,371	1,615	Undervalued	Beli
	Optimis	2,396	1,615	Undervalued	Beli
KAEF	Pesimis	3,254	1,250	Undervalued	Beli
	Moderat	4,675	1,250	Undervalued	Beli
	Optimis	5,516	1,250	Undervalued	Beli
INAF	Pesimis	1,888	955	Undervalued	Beli
	Moderat	2,484	955	Undervalued	Beli
	Optimis	2,828	955	Undervalued	Beli

Berdasarkan tabel 4.1 dapat disimpulkan bahwa perusahaan KLBF, KAEF dan INAF memiliki nilai intrinsik lebih besar untuk semua skenario jika dibandingkan dengan harga yang berada dipasar pada tanggal 2 Januari 2020 sehingga ketiga perusahaan tersebut berada pada kondisi Undervalued. Merujuk pada kondisi yang terjadi untuk ketiga perusahaan dapat diberikan rekomendasi kepada investor untuk

membeli saham tersebut. Efisiensi perlu dilakukan oleh perusahaan pada semua jenis biaya yang terdapat di perusahaan baik itu OPEX maupun CAPEX dan perusahaan diharapkan dapat meningkatkan kinerja serta meningkatkan pertumbuhan pendapatan sehingga harga saham perusahaan dapat terjaga dipasaran agar dapat mendekati nilai wajarnya.

4.2 Relative Valuation –Price Earning Ratio (PER) dan Price to Book Value (PBV)

Dengan menggunakan metode Relative Valuation dengan pendekatan Price Earning Ratio dan Price to Book Value maka didapatkan hasil perhitungan valuasi saham untuk perusahaan KLBF, KAEF dan INAF untuk skenario yang telah ditetapkan sebelumnya yaitu skenario pesimis, moderat dan optimis. Nilai PER dan PBV yang telah didapatkan kemudian akan dibandingkan dengan rerata industri farmasi yang dapat dilihat pada tabel 3.1 dan tabel 3.2. Nilai rata-rata PER dan PBV industri yang digunakan berasal dari IDX Quarterly (Q1) dengan nilai PER rata-rata industri farmasi sebesar -0,441 kali. dan nilai PBV rata-rata perusahaan farmasi sebesar 3,11 kali. adapun hasil perhitungan PER dan PBV untuk ketiga perusahaan dapat dilihat pada tabel 4.2 berikut ini:

Tabel 4.2 Nilai Intrinsik Saham Dengan Metode Relative Valuation dengan pendekatan PER dan PBV

Relative Valuation	Pesimis		Moderat		Optimis	
	PER	PBV	PER	PBV	PER	PBV
KLBF	43.94	6.10	47.16	6.66	47.26	6.73
KAEF	48.33	2.44	64.05	3.50	72.76	4.13
INAF	1097.94	12.67	1354.89	16.67	1495.75	18.98

Berdasarkan tabel 4.2 dapat disimpulkan bahwa perusahaan KLBF, KAEF, dan INAF pada semua skenario berada pada kondisi Overvalued karena nilai PER ketiga perusahaan lebih besar jika dibandingkan dengan PER rata-rata industri Farmasi. Perusahaan INAF memiliki nilai PER paling besar untuk semua skenario jika dibandingkan dengan kedua perusahaan lainnya dengan nilai PER sebesar 1097,94 kali untuk skenario pesimis, 1354,89 kali untuk moderat, dan 1495,75 kali untuk skenario optimis. Sedangkan perusahaan KLBF menjadi perusahaan dengan PER terkecil dengan nilai sebesar 43,94 pada kondisi pesimis, 47,16 kondisi moderat dan 47,26 pada kondisi optimis.

Dengan menggunakan pendekatan PBV pada skenario pesimis menunjukkan nilai PBV dari perusahaan KLBF dan INAF berada pada kondisi Overvalued, tetapi untuk perusahaan KAEF berada pada kondisi Undervalued dengan nilai PBV sebesar 2,44 kali lebih rendah dari rata-rata PBV industri farmasi. Hal ini dapat diartikan bahwa nilai sahamnya sebesar 2,44 kali jika dibandingkan dengan nilai buku dari perusahaan tersebut.

Pada skenario moderat dan optimis menunjukkan hasil perhitungan PBV untuk ketiga perusahaan berada pada kondisi Overvalued dengan nilai PBV ketiga perusahaan

lebih besar jika dibandingkan dengan nilai PBV industri Farmasi dengan nilai sebesar 3,11 kali.

Berdasarkan hasil dan penjabaran yang telah dijelaskan sebelumnya untuk ketiga skenario. Maka rekomendasi yang dapat diberikan kepada investor jika menggunakan metode PER berupa menjual saham KLBF, KAEF dan INAF dikarenakan ketiga perusahaan tersebut memiliki PER diatas rata-rata industri farmasi sehingga dinilai saham pada ketiga perusahaan memiliki harga yang cukup mahal. Sedangkan dengan menggunakan metode PBV dapat disarankan kepada investor untuk membeli atau menyimpan saham KAEF jika telah memilikinya dan menjual saham KLBF dan INAF, dikarenakan kedua saham tersebut dinilai mahal jika dibandingkan dengan PBV industri Farmasi.

5. KESIMPULAN

Berdasarkan hasil analisis valuasi saham terhadap perusahaan-perusahaan yang tergolong dalam subsektor farmasi dan tercatat di Bursa Efek Indonesia, yang dilakukan dengan pendekatan *Discounted Cash Flow* (DCF) melalui metode *Free Cash Flow to Firm* (FCFF), serta pendekatan *Relative Valuation* menggunakan rasio *Price to Earnings* (PER) dan *Price to Book Value* (PBV), diperoleh simpulan sebagai berikut:

Skenario Pesimis

Dalam kondisi pesimistis, estimasi nilai intrinsik berdasarkan metode DCF-FCFF menunjukkan bahwa ketiga emiten farmasi, yaitu PT Kalbe Farma Tbk (KLBF), PT Kimia Farma Tbk (KAEF), dan PT Indofarma Tbk (INAF), berada dalam kondisi *undervalued*. Sementara itu, dari hasil pendekatan *relative valuation* menggunakan rasio PER, nilai yang diperoleh masing-masing adalah: KLBF sebesar 43,94 kali, KAEF sebesar 48,33 kali, dan INAF sebesar 1.097,94 kali. Untuk pendekatan PBV, KLBF memiliki nilai 6,10 kali, KAEF sebesar 2,44 kali, dan INAF sebesar 12,67 kali. Berdasarkan parameter PER, seluruh emiten dikategorikan *overvalued*, sedangkan melalui PBV, hanya KAEF yang berada dalam kondisi *undervalued*, sementara KLBF dan INAF tergolong *overvalued*.

Skenario Moderat

Dalam skenario moderat, perhitungan nilai intrinsik dengan metode DCF-FCFF kembali menunjukkan bahwa KLBF, KAEF, dan INAF tetap berada dalam kondisi *undervalued*. Sementara itu, berdasarkan pendekatan PER, masing-masing emiten memperoleh rasio sebagai berikut: KLBF sebesar 47,16 kali, KAEF sebesar 64,05 kali, dan INAF sebesar 1.354,89 kali. Adapun nilai PBV-nya berturut-turut adalah KLBF sebesar 6,66 kali, KAEF sebesar 3,50 kali, dan INAF sebesar 16,67 kali. Secara

umum, baik melalui pendekatan PER maupun PBV, ketiga emiten menunjukkan kondisi *overvalued* pada skenario ini.

Skenario Optimis

Dalam skenario optimis, hasil valuasi melalui metode DCF-FCFF konsisten menunjukkan bahwa seluruh emiten (KLBF, KAEF, dan INAF) berada pada kondisi *undervalued*. Sementara itu, perhitungan dengan pendekatan PER menghasilkan nilai 47,26 kali untuk KLBF, 72,76 kali untuk KAEF, dan 1.495,75 kali untuk INAF. Melalui pendekatan PBV, masing-masing emiten memperoleh rasio sebesar 6,73 kali (KLBF), 4,13 kali (KAEF), dan 18,98 kali (INAF). Maka, pada skenario optimis ini, ketiga perusahaan juga dikategorikan *overvalued* apabila dianalisis dengan pendekatan PER maupun PBV.

Perbedaan Hasil Antar Metode

Perbedaan hasil yang diperoleh dari metode DCF-FCFF dibandingkan dengan pendekatan RV-PER dan RV-PBV disebabkan oleh perbedaan fokus masing-masing metode valuasi. Metode DCF-FCFF lebih menekankan pada kinerja dan kondisi fundamental internal perusahaan, terutama arus kas operasional yang tersedia bagi penyandang dana. Di sisi lain, pendekatan RV-PER berorientasi pada laba bersih sebagai tolok ukur utama, sedangkan pendekatan RV-PBV menitikberatkan pada struktur ekuitas, termasuk jumlah saham yang beredar, yang secara signifikan memengaruhi persepsi pasar terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan keseluruhan hasil valuasi, dapat disampaikan beberapa rekomendasi strategis. Untuk PT Kalbe Farma Tbk (KLBF), saham dinilai layak untuk dibeli atau dipertahankan bagi investor yang telah memilikinya, sejalan dengan hasil valuasi DCF-FCFF dan tren pertumbuhan pendapatan yang stabil. PT Kimia Farma Tbk (KAEF) juga direkomendasikan untuk dibeli atau dipertahankan, dengan dasar analisis dari DCF-FCFF serta pendekatan PBV. Sebaliknya, untuk PT Indofarma Tbk (INAF), disarankan untuk mempertimbangkan penjualan saham, mengingat hasil valuasi melalui pendekatan RV-PER dan RV-PBV menunjukkan kondisi *overvalued*, serta didukung oleh data kinerja pendapatan yang menunjukkan tren negatif, sehingga secara fundamental saham tersebut kurang menarik untuk dipertahankan tanpa mempertimbangkan variabel eksternal seperti kondisi ekonomi, sosial, dan politik.

7. Daftar Pustaka

- Abdullah, M. N., Parvez, K., & Khaled, M. (2015). Is the Stock Market Overload: A Study in the Context of Bangladesh? *Asian Business Review*, 1(1), 30-36.
- Badan Pusat Statistik. (2019, November 22). *Statistik Kesejahteraan Rakyat 2019*. Retrieved from Badan Pusat Statistik: <https://bps.go.id/publication/2019/11/22/1dfd4ad6cb598cd011b500f7/statistik-kesejahteraan-rakyat-2019.html>
- Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2010). *Financial Management: Theory and Practice Thirteenth Edition*. Ohio: SOUTH-WESTERN Cengage Learning
- Bursa Efek Indonesia. (2019). *Daftar Indeks*. Retrieved from Bursa Efek Indonesia: <https://www.idx.co.id/produk/indeks/>
- Bursa Efek Indonesia. (2019). *Ringkasan Indeks*. Retrieved from Bursa Efek Indonesia: <https://idx.co.id/data-pasar/ringkasan-perdagangan/ringkasan-indeks/>
- Damodaran, A. (2006). *Damodaran on Valuation Security Analysis for Investment and Corporate Finance Second Edition*. New Jersey: John Wiley & Sons Inc.
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation University Edition Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. New Jersey: John Wiley & Sons Inc.
- Dong, Y. (2018). Enterprise Value Evaluation Based on FCFF Model – Acase Analysis of Beixinyuan Company. *Advances in Social Science, Education and Humanities Research*, 151, 615-620.
- Hasan, M., & Hendrawan, R. (2020). Metal and Mineral Mining Firm's Equity Valuation in Indonesia Stock Exchange. *Proceeding of 2nd Information Conference on Inclusive Business in the Changing World (ICIB 2019)*, 662-673.
- Hendrawan, R., Sitorus, P., & Siagian, E. (2020). Equity Valuation on Property and Real Estate Listed Companies in 2018: Evidence from Indonesia Stock Exchange. *Proceeding of 2nd Information Conference on Inclusive Business in the Changing World (ICIB 2019)*, 65-73.
- Hendrawan, R., Susilowati, N., & Kristanti, F. T. (2020). Shares Valuation of Indonesian Regional Development Bank Using Free Cash Flow to Equity and Relative Valuation Methods. *Proceedings of the 2nd International Conference on Inclusive Business in the Changing World (ICIB 2019)*, 94-105.
- Ivanovski, Z., Ivanovska, N., & Narasanov, Z. (2015). Application of Dividend Discount Model Valuation at Macedonian Stock Exchange. *UTMS Journal of Economics*, 6(1), 147-154.
- Neaxie, L. V., & Hendrawan, R. (2018). Telecommunication Company Share Valuation Using Discounted Cash Flow and Relative Valuation Method Listed in Indonesia Stock Exchange fo Forecast. *Interational Jurnal of Science and Research*, 1441-1447.
- Putra, A. I., Putra, A. D., Dewi, M. S., & Radianto, D. O. (2019). Differences In Intrinsic Value With Stock Market Prices Using The Price Earning Ratio (Per) Approach As An Investment Decision Making Indicator. *ATT*, 1(1).
- PT. Indofarma Tbk. (2016). *Annual Report 2015*. Retrieved from PT. Indofarma Tbk.: <https://indofarma.id/en/financial-report/>
- PT. Indofarma Tbk. (2017). *Annual Report 2016*. Retrieved from PT. Indofarma Tbk.: <https://indofarma.id/en/financial-report/>

- PT. Indofarma Tbk. (2018). *Annual Report 2017*. Retrieved from PT. Indofarma Tbk.: <https://indofarma.id/en/financial-report/>
- PT. Indofarma Tbk. (2019). *Annual Report 2018*. Retrieved from PT. Indofarma Tbk.: <https://indofarma.id/en/financial-report/>
- PT. Indofarma Tbk. (2019). *Annual Report 2019*. Retrieved from PT. Indofarma Tbk.: <https://indofarma.id/en/financial-report/>
- PT. Kalbe Farma Tbk. (2016). *Annual Report 2015*. Retrieved from PT. Kalbe Farma Tbk.: <https://www.kalbe.co.id/investor/financial-reports-and-presentations/annual-report>
- PT. Kalbe Farma Tbk. (2017). *Annual Report 2016*. Retrieved from PT. Kalbe Farma Tbk.: <https://www.kalbe.co.id/investor/financial-reports-and-presentations/annual-report>
- PT. Kalbe Farma Tbk. (2018). *Annual Report 2017*. Retrieved from PT. Kalbe Farma Tbk.: <https://www.kalbe.co.id/investor/financial-reports-and-presentations/annual-report>
- PT. Kalbe Farma Tbk. (2019). *Annual Report 2018*. Retrieved from PT. Kalbe Farma Tbk.: <https://www.kalbe.co.id/investor/financial-reports-and-presentations/annual-report>
- PT. Kalbe Farma Tbk. (2019). *Annual Report 2019*. Retrieved from PT. Kalbe Farma Tbk.: <https://www.kalbe.co.id/investor/financial-reports-and-presentations/annual-report>
- PT. Kimia Farma Tbk. (2016). *Annual Report 2015*. Retrieved from PT. Kimia Farma Tbk.: https://www.kimiafarma.co.id/index.php?option=com_content&view=article&id=23&Itemid=210&lang=en
- PT. Kimia Farma Tbk. (2017). *Annual Report 2016*. Retrieved from PT. Kimia Farma Tbk.: https://www.kimiafarma.co.id/index.php?option=com_content&view=article&id=23&Itemid=210&lang=en
- PT. Kimia Farma Tbk. (2018). *Annual Report 2017*. Retrieved from PT. Kimia Farma Tbk.: https://www.kimiafarma.co.id/index.php?option=com_content&view=article&id=23&Itemid=210&lang=en
- PT. Kimia Farma Tbk. (2019). *Annual Report 2018*. Retrieved from PT. Kimia Farma Tbk.: https://www.kimiafarma.co.id/index.php?option=com_content&view=article&id=23&Itemid=210&lang=en
- PT. Kimia Farma Tbk. (2019). *Annual Report 2019*. Retrieved from PT. Kimia Farma Tbk.: https://www.kimiafarma.co.id/index.php?option=com_content&view=article&id=23&Itemid=210&lang=en
- Rahmawantari, M. D., & Puspitaningtyas, A. (2019). P/E Ratio Dalam Valuasi Saham Untuk Pengambilan Keputusan Investasi. *Jurnal Ekonomi dan Industri*, 20(2).
- Yuliah., Triana, L., & Lesmana, I. S. (2019). Analisis Nilai Saham Dengan Dividend Discount Model (DDM). *Jurnal Manajemen*, 5(2), 9-13.