

Analisis Valuasi Saham Dengan Menggunakan Metode *Dividend Discounted Model (DDM)* dan *Price Earning Ratio (PER)* (Studi Kasus Pada Perusahaan Farmasi Tercatat di BEI Tahun 2015-2020

Elin Nurlia¹, Heraeni Tanuatmodjo², Imas Purnamasari³

Program Studi Pendidikan Akuntansi, FPEB, Universitas Pendidikan Indonesia, Bandung, Indonesia¹

Program Studi Pendidikan Akuntansi, FPEB, Universitas Pendidikan Indonesia, Bandung, Indonesia²

Program Studi Pendidikan Akuntansi, FPEB, Universitas Pendidikan Indonesia, Bandung, Indonesia³

Abstract

This research aims to find the intrinsic value of the stocks of pharmaceutical companies. The data used in this research is historical data from the company's financial statements and annual reports in 2015 – 2020. The data is used to calculate the intrinsic value which will be compared with the market price using fundamental analysis method with Dividend Discounted Model (DDM) and Price Earning Ratio (PER). This research uses a descriptive quantitative approach with the object of research being the stocks of the pharmaceutical sub-industry companies that listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) for the period 2015 – 2020. The population consisted of eleven companies which is only five sample according to the criteria used in the purposive sampling technique, there are DVLA, KLBF, MERK, PEHA, and SIDO. The results of the first research using Dividend Discounted Model (DDM) showed that DVLA and SIDO were undervalued, so the investment decision was to buy the stock. Stocks of KLBF, MERK, and PEHA were overvalued, so the investment decision is to sell the stock. Second, using Price Earning Ratio (PER) showed that DVLA and SIDO were undervalued too, so the investment decision was to buy the stocks. Stocks of KLBF, MERK, and PEHA were overvalued, so the investment decision is to sell the shares.

Keywords: *dividend discounted model; pharmaceutical sub-industry; price earning ratio; stock valuation*

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk mencari nilai intrinsik dari harga saham perusahaan farmasi. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data historis dari laporan keuangan dan laporan tahunan perusahaan pada tahun 2015 – 2020. Data tersebut digunakan untuk menghitung nilai intrinsik yang akan dibandingkan dengan harga pasar menggunakan analisis fundamental dengan metode *Dividend Discounted Model (DDM)* dan *Price Earning Ratio (PER)*. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif deskriptif dengan objek penelitian merupakan saham perusahaan sub industri farmasi yang sudah terdaftar di BEI periode tahun 2015 – 2020. Populasi penelitian terdapat sebelas perusahaan dengan sampel hanya terdapat lima perusahaan sesuai kriteria yang digunakan dalam Teknik purposive sampling yaitu DVLA, KLBF, MERK, PEHA, dan SIDO. Hasil penelitian pertama menggunakan metode *Dividend Discounted Model (DDM)* menunjukkan saham DVLA dan SIDO berada dalam kondisi *undervalued*, sehingga keputusan investasi adalah membeli saham. Saham KLBF, MERK, dan PEHA berada dalam kondisi *overvalued*, sehingga keputusan investasi adalah menjual saham. Kedua, menggunakan metode *Price Earning Ratio (PER)* menunjukkan saham DVLA dan SIDO berada dalam kondisi *undervalued*, sehingga keputusan investasi adalah membeli saham. Saham KLBF, MERK, dan PEHA berada dalam kondisi *overvalued*, sehingga keputusan investasi adalah menjual saham tersebut.

Kata Kunci: *Dividend Discounted Model; Price Earning Ratio; Sub Industri farmasi; Valuasi saham*

Corresponding author. elinnurlia146@gmail.com, heraenitanuatmodjo@upi.edu, imaspurnamasari@upi.edu

History of article. Received: Januari 2022, Revision: Februari 2012, Published: April 2022

PENDAHULUAN

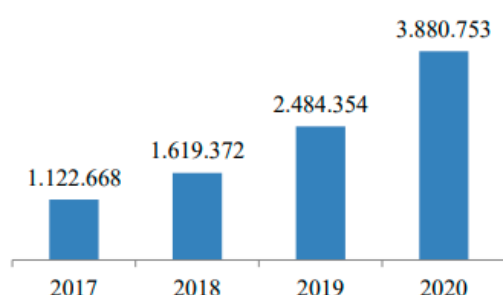
Perekonomian global saat ini telah berkembang sangat pesat dari tahun ke tahun. Seiring dengan berkembangnya perkenomian global, semakin ketat pula persaingan yang dihadapi oleh perusahaan-perusahaan baik

dalam ruang lingkup domestik maupun internasional. Perusahaan perlu memiliki modal yang besar agar mampu bersaing dengan perusahaan lainnya. Salah satu cara memperoleh modalnya adalah melalui pasar modal yang merupakan tempat bertemunya

pihak yang memiliki modal dengan pihak yang membutuhkan modal.

Namun, ditengah berkembangnya perekonomian, pandemi Covid-19 yang melanda di seluruh dunia sejak akhir 2019 membawa dampak yang negatif pada perekonomian global tak terkecuali di Indonesia. Berbagai sektor kehidupan terdampak akibat adanya pandemi Covid-19, tak terkecuali sektor perekonomian, perindustrian, perdagangan, pariwisata dan tentu saja bidang Kesehatan.

Di tengah penurunan kondisi sosial dan ekonomi akibat Covid-19, kesadaran masyarakat untuk berinvestasi justru mengalami peningkatan. Hal ini merupakan salah satu dampak positif pandemic yang meningkatkan kesadaran masyarakat agar memiliki perencanaan keuangan dan kesejahteraan finansial agar tetap bisa bertahan di tengah kondisi perekonomian yang tidak terduga seperti saat adanya Covid-19.



Sumber: (KSEI, 2020)

Gambar 1. Jumlah Investor Pasar Modal

Jika dilihat dari Gambar 1. tren berinvestasi selama beberapa tahun terakhir terus meningkat. Terjadi kenaikan yang cukup signifikan di tahun 2020 yang merupakan tahun pertama pandemi Covid-19 di Indonesia. Jika tren ini terus meningkat hal ini akan berdampak sangat baik bagi kondisi perekonomian di Indonesia khususnya bagi para perusahaan yang membutuhkan para penanam modal di bursa efek.

Salah satu sektor yang memiliki prospek yang bagus adalah sektor kesehatan atau Healthcare. Hal ini disebabkan oleh tren kesehatan akan terus meningkat ke depannya. Salah satu sub-industri yang ada di sektor

kesehatan adalah sub-industri farmasi. Pandemi Covid-19 menjadikan sektor industri kesehatan khususnya farmasi menjadi lebih menarik karena disaat sektor industri yang lain sedang mengalami penurunan justru sektor farmasi inilah yang mengalami kenaikan cukup tinggi karena merupakan kebutuhan seluruh masyarakat di Indonesia dan dunia.

Saham dikenal memiliki karakteristik high risk high return yang berarti peluang untuk mendapatkan keuntungan tinggi, namun kemungkinan mengalami kerugian juga tinggi (Darmawan & Budiman, 2016). Oleh karena itu, investor pun perlu memiliki pengetahuan investasi yang baik dan mampu melakukan analisis secara mendalam terhadap saham yang akan dibeli.

Untuk mengetahui suatu saham tersebut layak dibeli atau tidak perlu dilakukan penilaian saham atau valuasi saham untuk mengetahui harga wajar saham yang akan dibandingkan dengan harga pasarnya guna mengetahui kondisi saham tersebut apakah bisa memberikan keuntungan yang optimal atau justru sebaliknya.

Penelitian terdahulu mengenai valuasi saham menggunakan metode DDM dan PER sudah banyak dilakukan. Pada sektor pertambangan dilakukan oleh Kurniaty et. al menggunakan metode PER dengan hasil penelitian sampel perusahaan yang diteliti *undervalued* (Kurniaty et al., 2016); pada sub sektor semen oleh Brilian dengan hasil menggunakan DDM *undervalued* dan menggunakan PER *undervalued* (Brilian, 2017); pada sektor barang konsumsi beberapa perusahaan mengalami *overvalued* (Utama, 2018); pada perusahaan tekstil dan garmen mengalami *overvalued* dan *undervalued* (Yuliah et al., 2019).

Timbul beberapa pertanyaan penelitian pada penelitian kali ini yaitu (1) Berapakah harga wajar saham perusahaan farmasi yang tercatat di BEI dengan menggunakan metode *Dividend Discounted Model*? (2) Berapakah harga wajar saham perusahaan farmasi yang tercatat di BEI dengan menggunakan metode *Price Earning*

Ratio? (3) Mengetahui kondisi masing-masing harga saham perusahaan berdasarkan hasil valuasi *Dividend Discounted Model*, apakah saham tersebut tergolong dalam kondisi *undervalued* atau *overvalued*? (4) Mengetahui kondisi masing-masing harga saham perusahaan berdasarkan hasil valuasi *Price Earning Ratio*, apakah saham tersebut tergolong dalam kondisi *undervalued* atau *overvalued*.

Konsep investasi menurut Sukamulja (Sukamulja, 2017) adalah imbal hasil yang diterima bisa berkali lipat lebih tinggi atau hilang sama sekali tergantung faktor yang menyertainya, investasi dilakukan dalam waktu jangka panjang dan perlu diversifikasi untuk meminimalkan risiko serta perlu pertimbangan waktu yang tepat dalam membeli dan menjual. Menurut Tandelilin (Tandelilin, 2012) Saham merupakan surat bukti bahwa kepemilikan atas aset-aset perusahaan yang menerbitkan saham. Jika investor memiliki saham suatu perusahaan maka akan mempunyai hak terhadap pendapatan dan kekayaan perusahaan, setelah dikurangi dengan pembayaran semua kewajiban perusahaan.

Sebelum melakukan investasi perlu dilakukan valuasi saham. Valuasi penting karena dapat menjadi dasar untuk membuat keputusan yang melibatkan sejumlah besar uang atau kekayaan yang ditransfer dari satu pihak ke pihak lain (Thomas & Gup, 2021). Analisis valuasi saham atau penilaian harga saham meliputi hal-hal yang perlu dinilai seperti tingkat arus kas masa depan karena arus kas adalah suatu realitas dan risiko dalam melakukan valuasi karena arus kas masa depan selalu tidak pasti dan mengandung risiko (Sukamulja, 2017).

Analisis saham pada umumnya terdapat dua teknis analisis yaitu teknikal dan fundamental. Analisis teknikal berusaha mengidentifikasi harga pasar berdasarkan informasi di masa lampau, namun analisis ini digunakan untuk jangka pendek (Kurniaty et al., 2016). Analisis teknikal hanya mempelajari sejarah dari harga saham dan sejarah harga dari bursa secara keseluruhan

dari waktu ke waktu (Brilian, 2017). Analisis fundamental berfokus pada kekuatan ekonomi penawaran dan permintaan yang mengarah pada pergerakan harga naik, turun, atau tetap apa adanya (Elbially, 2019).

Analisis fundamental memiliki dua pendekatan dalam menghitung nilai saham, yaitu dengan pendekatan nilai sekarang (*present value approach*) dan pendekatan rasio harga terhadap *earning* (*Price Earning Ratio*) (Tandelilin, 2010). Salah satu cara yang dapat digunakan dalam pendekatan *present value approach* adalah metode *Dividend Discounted Model*. Sedangkan untuk pendekatan *earning* dapat menggunakan metode *Price Earning Ratio*.

Satu-satunya arus kas yang diterima dari perusahaan saat membeli saham yang diperdagangkan secara publik adalah dividen. DDM merupakan model paling sederhana untuk menilai ekuitas dimana nilai saham adalah nilai sekarang dari dividen yang diharapkan di atasnya (Damodaran, 2002). Saat investor membeli saham di perusahaan tertentu, investor memperoleh hak untuk menerima bagiannya yang proporsional dari pembayaran dividen masa depan yang dilakukan oleh perusahaan merupakan gagasan untuk menilai saham dengan menghitung nilai sekarang dari semua dividen masa depan (Munk, 2018).

Pada pendekatan DDM, Tandelilin menyampaikan bahwa nilai saham merupakan diskonto semua aliran kas yang akan diterima investor di masa depan.

Aliran kas yang digunakan adalah earning perusahaan yang diterima investor dalam bentuk dividen (Kurniaty et al., 2016).

Menurut (Tandelilin, 2010) terdapat tiga model pertumbuhan dalam metode DDM, yaitu:

- a. Model Pertumbuhan Nol

$$\hat{P}_0 = \frac{D_0}{k}$$

- b. Model Pertumbuhan Konstan

$$\hat{P}_0 = \frac{D_1}{k - g}$$

Keterangan:

P_0 : nilai intrinsik saham

D_1 : dividen yang diestimasi

k : tingkat *return* yang diharapkan

g : tingkat pertumbuhan dividen

- c. Model Pertumbuhan Tidak Konstan

$$\hat{P}_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_0(1+g_1)^t}{(1+k)^t} + \frac{D_n(1+g_c)^t}{k-g_c} \frac{1}{(1+k)^n}$$

Sumber: Tandelilin (2010) dalam (Kurniaty et al., 2016)

Selain menggunakan metode DDM, pada penelitian ini menggunakan metode PER. PER adalah ukuran kinerja saham berdasarkan perbandingan antara harga pasar saham terhadap pendapatan per lembar saham (Alhakim, 2018). Menurut Tandelilin dalam (Kurniaty et al., 2016) pendekatan PER disebut juga pendekatan multiplier, investor akan menghitung berapa kali nilai earning yang tercermin dalam harga suatu saham. Semakin tinggi pengembalian investasi, semakin tinggi harga saham relatif terhadap pendapatan saat ini (Munk, 2018).

Rumus untuk menghitung nilai intrinsik menggunakan PER adalah sebagai berikut:

$$\text{Nilai Intrinsik} = \text{Estimasi EPS} \times \text{PER}$$

Sumber: Tandelilin (2010) dalam (Kurniaty et al., 2016)

Angka pendapatan yang masuk ke PER umumnya diambil dari laba yang dilaporkan perusahaan dalam laporan keuangannya yang sangat dipengaruhi oleh

berbagai aturan akuntansi dan melibatkan biaya historis.

METODE

Pada penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif yaitu salah satu upaya ilmiah dalam penelitian yang menggunakan instrumen penelitian guna menghasilkan data dalam bentuk numerik daripada naratif. Dalam penelitian ini peneliti bermaksud ingin mendapatkan data yang akurat berdasarkan data empiris dan dapat diukur mengenai kondisi harga saham perusahaan sehingga dinilai cocok menggunakan pendekatan kuantitatif karena di dalamnya menggunakan angka mulai dari pengumpulan data, penafsiran data, serta hasil pengolahan data.

Metode penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode penelitian deskriptif terapan yang memberikan penjelasan dan gambaran. Bentuk penelitian deskriptif sangat sederhana sehingga mudah dipahami dan tidak perlu teknik statistika yang kompleks. Metode penelitian deskriptif dalam penelitian ini digunakan untuk memberikan gambaran mengenai kondisi keuangan perusahaan, kondisi harga saham perusahaan dan gambaran keputusan investasi yang dapat diambil oleh calon investor.

Variabel pada penelitian ini hanya satu yaitu valuasi saham dengan dua metode yang digunakan yaitu DDM dan PER. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan sub industry farmasi yang terdaftar di BEI yang berjumlah 11 perusahaan.

Teknik sampling yang digunakan adalah *non probability sampling*. Dengan cara menunjukkan langsung pada suatu populasi berdasarkan karakteristik atau ciri yang dimiliki sampel, dengan tujuan agar diperoleh sampel yang representatif sesuai dengan kriteria yang ditentukan atau *purposive sampling*. Kriteria yang digunakan yaitu:

- Perusahaan sub sektor farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2015 – 2020
- Perusahaan sub sektor farmasi yang menerbitkan laporan keuangan lengkap selama periode 2015 – 2020
- Perusahaan sub sektor farmasi yang memberi dividen secara rutin setiap tahun selama periode penelitian

Perusahaan yang memenuhi kriteria sampel hanya lima perusahaan yaitu DVLA, KLBF, MERK, PEHA, dan SIDO.

Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder melalui dokumen Laporan Keuangan Perusahaan dan Laporan Tahunan Perusahaan Sub Sektor Farmasi yang terdaftar di BEI pada tahun 2015-2020 yang diperoleh dari laman www.idx.go.id dan laman *website* masing-masing perusahaan.

Langkah selanjutnya yang dilakukan peneliti setelah data berhasil dikumpulkan adalah melakukan analisis data. Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis deskriptif. Analisis deskriptif dalam penelitian ini digunakan untuk mendeskripsikan dan memberikan gambaran pada variabel yang diukur dari dua dimensi yaitu *Dividend Discounted Model* dan *Price Earning Ratio* dengan langkah-langkah sebagai berikut:

- Mendeskripsikan kondisi keuangan perusahaan menggunakan rasio-rasio fundamental diantaranya Return on Equity (ROE), Earning Per Share (EPS), Dividend Per Share (DPS), dan Dividend Payout Ratio (DPR).
- Mendeskripsikan kondisi nilai intrinsik saham yang dihitung dengan *Dividend Discounted Model* (DDM) dan *Price Earning Ratio* (PER) sebagai berikut:
 - Menghitung tingkat pertumbuhan dividen yang diharapkan (expected earning growth rate) (g)

$$g = ROE \times (1 - DPR)$$
 - Menghitung estimasi dividen yang diharapkan

$$D_1 = D_0(1 + g)$$

- Menghitung tingkat return yang diharapkan (expected return) investor

$$k = \frac{D_1}{P_0} + g$$

- Menghitung nilai intrinsik saham dengan DDM model pertumbuhan konstan

$$\hat{P}_0 = \frac{D_0}{k}$$

- Menghitung estimasi PER

$$PER = \frac{\frac{D_1}{E_1}}{k - g}$$

$$\text{Dimana } E_1 = E_0(1 + g)$$

- Menghitung nilai intrinsik saham dengan PER

$$= \text{EstimasiEPS} \times PER$$

- Membandingkan nilai intrinsik saham dari hasil perhitungan dengan closing price untuk menilai kewajaran harga saham
- Mengambil keputusan investasi dengan kriteria pengambilan keputusan investasi sebagai berikut:
 - Nilai intrinsik > nilai pasar = harga saham terlalu murah (*undervalued*). Rekomendasi membeli
 - Nilai intrinsik < nilai pasar = harga saham terlalu mahal (*overvalued*). Rekomendasi menjual
 - Nilai intrinsik = nilai pasar = harga saham normal. Rekomendasi menahan (tidak menjual atau membeli)

HASIL DAN PEMBAHASAN

Rasio Keuangan

ROE digunakan untuk mengetahui efisiensi suatu perusahaan dalam mengelola modal yang diperoleh dari pemegang saham untuk memperoleh laba setelah pajak. Oleh karena itu, semakin tinggi ROE maka

semakin baik efisiensi perusahaan dalam mengelola modal usahanya.

Earning per Share (EPS) adalah laba bersih per lembar saham yang diperoleh perusahaan setelah pengurangan pajak. Dividend per Share (DPS) adalah laba yang dibagikan kepada para pemegang saham setelah dikurangi kewajiban perusahaan dalam tiap lembar saham. DPR merupakan tingkat pembayaran dividen suatu perusahaan. Semakin besar dividen yang dibagikan maka semakin tinggi DPRnya. DPR untuk mengetahui seberapa besar persentase pembagian dividen yang diterima investor dari laba yang diperoleh suatu perusahaan.

1. PT Darya-Varia Laboratoria Tbk

Tabel 1. Rasio Keuangan DVLA

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ROE	11,1	14,1	14,5	16,7	17	12,2
EPS	97	136	145	180	198	145
DPS	65	65	107	107	107	110
DPR	67	48	74	59	54	76

Sumber: Data Diolah (2021)

ROE pada PT Darya-Varia Laboratio Tbk (DVLA) selama enam tahun terakhir cenderung mengalami peningkatan. Namun terjadi penurunan pada tahun 2020 dengan ROE hanya sebesar 12,2% yang diakibatkan adanya pandemi yang mempengaruhi laba bersih perusahaan. Seiring dengan meningkat dan menurunnya ROE pada DVLA, EPS pada tahun 2020 menurun daripada tahun sebelumnya.

Jika ditarik kesimpulan, efisiensi DVLA dalam mengelola modalnya menurun pada tahun 2020 sejalan dengan menurunnya laba bersih per saham. Namun pembagian dividen justru meningkat. Tingkat pertumbuhan dividen DVLA cenderung fluktuatif, pertumbuhan dividen terendah terjadi pada tahun 2020 dimana tingkat pertumbuhan dividen DVLA hanya sebesar 0,0294 dengan rata-rata pertumbuhan dividen selama enam tahun terakhir sebesar atau 5,39%.

1. PT Kalbe Farma Tbk

Tabel 2. Rasio Keuangan KLBF

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ROE	18,45	17,3	17,3	16,07	15,01	14,96
EPS	42,76	49,06	51,28	52,42	53,48	58,31
DPS	19	22	25	26	26	34
DPR	44	45	49	50	49	58

Sumber: Data Diolah (2021)

KLBF selama enam tahun terakhir mengalami penurunan rasio keuangan ROE. Laba bersih per saham selama enam tahun terakhir terus mengalami peningkatan, dengan EPS tertinggi pada tahun 2020. Seiring dengan meningkatnya laba bersih per saham, dividen per saham yang dibagikan turut meningkat dengan DPS tertinggi pada tahun 2020. DPR tahun 2020 pun termasuk tingkat pembayaran dividen tertinggi selama 2015 – 2020 dengan persentase sebesar 58% dari laba bersih per saham.

2. PT Merck Tbk

Tabel 3. Rasio Keuangan MERK

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ROE	30,1	26,4	23,5	224,5	13,17	11,74
EPS	2463	343	323	2597	175	160
DPS	265	275	260	2565	130	122
DPR	83,3	80,08	80,5	98,8	74,4	76,01

Sumber: Data Diolah (2021)

MERK memiliki ROE yang cenderung menurun, hanya saja pada tahun 2018 MERK memutuskan untuk menghentikan salah satu operasional perusahaan sehingga laba perusahaan meningkat sangat signifikan akibat adanya laba dari operasi yang dihentikan lebih besar nilainya dibandingkan laba operasi yang dilanjutkan.

3. PT Phapros Tbk

Tabel 4. Rasio Keuangan PEHA

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ROE	15,4	21,8	48,2	40,7	23,7	6,6
EPS	375	518	746	158	121	58
DPS	188	259	522	158	85	23
DPR	50	50	70	70	70	40

Sumber: Data Diolah (2021)

PEHA mengalami penurunan ROE yang sangat signifikan selama empat tahun terakhir hingga pada tahun 2020 mencapai persentase terendah hanya sebesar 6,6% yang disebabkan oleh penurunan penjualan yang berpengaruh terhadap laba bersih per saham, dividen per saham dan tingkat pembayaran dividen.

4. PT Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk

Tabel 5. Rasio Keuangan SIDO

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ROE	16,85	17,4	18,4	22,9	26,4	29
EPS	29,3	32,5	35,9	44,6	54,3	31,38
DPS	25	26	29	36	49	26
DPR	84	82	79	80	90	90

Sumber: Data Diolah (2021)

Pada tahun 2020 SIDO berhasil mencapai efisiensi pengelolaan modal terbesar sepanjang enam tahun terakhir. Namun, EPS dan DPS tahun 2020 mengalami penurunan setelah sebelumnya pada tahun 2019 mengalami peningkatan. Kabar baiknya adalah SIDO membayarkan dividennya sebesar 90% dari laba bersih per saham

Masing-masing rasio keuangan setiap perusahaan sampel menunjukkan penurunan pada tahun 2020 imbas adanya pandemi Covid-19 yang mempengaruhi penjualan dan laba bersih perusahaan. Dua hal tersebut sangat mempengaruhi pembagian dividen dan besaran dividen yang akan dibagikan perusahaan.

Harga pasar sebenarnya dipengaruhi oleh harapan dan persepsi investor akan kinerja perusahaan di masa mendatang (Kurniaty et al., 2016). Jika investor memiliki persepsi yang tinggi maka akan mengakibatkan permintaan saham tersebut meningkat dan menyebabkan harga pasar ikut meningkat, begitupun sebaliknya.

Jika menggunakan metode DDM dan hasil menunjukkan harga pasar rendah maka persepsi investor terhadap dividen perusahaan tersebut sedang menurun. Begitu pun menggunakan metode PER earning perusahaan farmasi tersebut.

Valuasi dengan Metode Dividend Discounted Model (DDM)

Penilaian harga saham menggunakan metode DDM ini sangat berkaitan erat dengan keuntungan perusahaan yang dibagikan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen. Sehingga metode ini sangat cocok untuk investor yang berorientasi pada dividen yang akan diterima di masa yang akan datang. Metode DDM dapat mencerminkan kondisi operasional suatu perusahaan. Apabila laba yang dihasilkan suatu perusahaan tinggi maka besar kemungkinan dividen yang akan dibagikan juga tinggi.

Berdasarkan hasil perhitungan berikut adalah hasil dari penelitian ini:

Tabel 6. Nilai Intrinsik Saham DDM Pertumbuhan Konstan

	D ₁ (Rp)	k	g	Harga Pasar	Nilai Intrinsik	Hasil
DVLA	115,93	0,104	0,054	2.313,41	2.313,95	Under
KLBF	36,87	0,110	0,084	1.452,28	1.451,56	Over
MERK	23,91	0,047	0,040	3.164,35	3.146,46	Over
PEHA	133,46	0,174	0,094	1.662,25	1.661,97	Over
SIDO	26,86	0,068	0,033	764,97	765,22	Under

Sumber: Data Diolah (2021)

Tingkat pertumbuhan dividen masing-masing perusahaan tidak jauh berbeda. Tingkat pertumbuhan dividen tertinggi dimiliki oleh PEHA. Dividen yang diharapkan (D₁) pada penelitian ini adalah tahun dividen tahun 2021. estimasi dividen yang paling tinggi adalah PEHA dengan estimasi dividen tahun 2021 sebesar Rp 133,46. Hasil perhitungan estimasi dividen ini diharapkan dapat menarik investor untuk berinvestasi. Estimasi dividen tahun 2021 sangat dipengaruhi oleh pertumbuhan dividen.

Berdasarkan hasil perhitungan menggunakan metode *Dividend Discounted Model* model pertumbuhan konstan, PT Kalbe Farma Tbk, PT Merck Tbk, dan PT Phapros Tbk berada dalam kondisi *overvalued* yaitu nilai intrinsik saham lebih kecil daripada harga pasar saham penutupan

2020. Sedangkan PT Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk dan PT Darya-Varia Laboratoria Tbk berada dalam kondisi *undervalued* yaitu nilai intrinsik saham lebih besar daripada harga pasar saham.

Hasil perbandingan harga pasar saham dengan nilai intrinsik saham menunjukkan bahwa harga pasar DVLA dan SIDO terlalu rendah. Ketika harga saham dinilai terlalu rendah maka keputusan yang dapat diambil oleh investor adalah opsi membeli. Hal tersebut sesuai pendapat (Husnan, 2015) yaitu apabila harga pasar saat ini lebih murah atau terlalu rendah dari nilai intrinsiknya, maka keputusan yang diambil adalah membeli saham dengan mempertimbangkan adanya harapan pada masa yang akan datang harga pasar akan naik dan investor dapat mengambil keuntungan dari selisih harga tersebut sebagai capital gain bagi investor jangka pendek dan mendapatkan keuntungan dividen bagi investor jangka panjang.

Selisih harga yang timbul akibat perbedaan harga pasar saham dengan nilai intrinsik KLBF tidak terlalu signifikan. Meskipun begitu, harga pasar saham lebih mahal daripada nilai intrinsiknya. Sehingga apabila mengikuti teori keputusan investasi menurut (Husnan, 2015) dalam penilaian harga saham maka keputusan yang sesuai adalah menjual kepemilikan saham tersebut dan tidak terburu-buru untuk membeli bagi calon investor. Namun realitanya, calon investor dapat tetap membeli saham KLBF dengan pertimbangan faktor yang lain selain hasil penilaian saham menggunakan metode DDM. Secara nasional, KLBF merupakan pemain utama pada pasar obat resep di Indonesia. Hal ini tentu sangat bagus sebagai jaminan bahwa KLBF merupakan perusahaan farmasi yang tidak bisa dipandang sebelah mata. Meskipun pada 2020 penjualan obat resep menurun namun secara keseluruhan laba perusahaan meningkat akibat kuatnya permintaan produk suplemen, multivitamin dan produk-produk pencegahan dan produk meningkatkan imunitas di masa pandemi.

Harga pasar saham MERK jika dibandingkan dengan nilai intrinsiknya dinilai terlalu mahal. Artinya, ekspektasi investor terhadap saham MERK cukup tinggi. Laba perusahaan turun pada tahun 2020 dan sebagian besar penurunan disebabkan oleh rugi kurs akibat adanya inflasi di Indonesia pada tahun 2020. Hal ini mengakibatkan turunnya laba bersih per saham dan dividen per saham. Namun, tingkat pembayaran dividen tetap meningkat. Karena harga pasar saham cukup jauh perbedaannya dengan nilai intrinsik saham yang seharusnya, maka harga pasar dinilai terlalu mahal dan tidak disarankan membeli untuk calon investor.

Secara kinerja keuangan, pada tahun 2020 PEHA mengalami penurunan yang cukup signifikan. Penurunan kinerja keuangan tersebut bukan hanya terjadi pada tahun 2020 melainkan mulai mengalami penurunan pada tahun 2019 – 2020. Namun harga pasar saham menunjukkan kondisi terlalu mahal dibandingkan dengan nilai intrinsiknya. Meskipun kinerja keuangan PEHA selama tiga tahun berturut-turut mengalami penurunan, investor tetap memiliki ekspektasi yang tinggi terhadap saham PEHA. Hal ini dapat disebabkan oleh kondisi makro ekonomi suatu negara atau secara global. Sejalan dengan kebijakan pemerintah pada tahun 2020 yang membentuk holding BUMN Farmasi dengan PEHA sebagai anggotanya dapat membantu meningkatkan ekspektasi investor terhadap saham PEHA.

Harapan calon investor pada beberapa perusahaan farmasi saat pandemi mengalami peningkatan. Investor beranggapan bahwa dengan kondisi pandemi covid-19 seperti sekarang ini akan mengakibatkan kebutuhan terhadap obat-obatan penunjang selama masa pandemi akan terus meningkat dan berdampak pada meningkatnya laba perusahaan. Kinerja yang ditunjukkan oleh perusahaan farmasi selama enam tahun terakhir mengalami peningkatan meskipun pada awal terjadinya pandemi covid-19 semua perusahaan sempat mengalami

penurunan akibat adanya pembatasan kegiatan operasional perusahaan tetapi perusahaan farmasi tetap mencatatkan labanya dan bahkan menjadi sektor yang mengalami peningkatan dan berpengaruh jika dibandingkan dengan sektor industri yang lain.

Jika dilihat dari pembagian dividen tahun 2020 perusahaan farmasi mengalami penurunan. Seharusnya harga pasar saham perusahaan menurun karena terjadinya penurunan dividen untuk tahun 2020. Namun pada kenyataannya tidak semua harga pasar saham perusahaan farmasi menurun atau dalam kondisi murah. Artinya, selain faktor-faktor yang menyebabkan penurunan dan peningkatan harga saham berdasarkan metode DDM yaitu dividen, ada faktor lain yang mempengaruhi naik turunnya harga saham selain dividen perusahaan. Sehingga meskipun dividen menurun, harga saham beberapa perusahaan farmasi justru terbilang mahal meskipun perbedaan harganya tidak terlalu signifikan.

Valuasi dengan Metode *Price Earning Ratio* (PER)

Valuasi saham menggunakan metode PER dinilai sangat cocok karena PER mencerminkan suasana pasar saat ini dan mengukur relatif tidaknya nilai intrinsik suatu perusahaan. Semakin besar earning yang dihasilkan suatu perusahaan maka akan semakin kecil nilai PER-nya. Nilai PER industri farmasi pada tahun 2020 adalah 19. Suatu saham dikatakan murah apabila memiliki nilai PER di bawah 10. Sedangkan pada tahun 2020 nilai PER industri farmasi adalah 19 sehingga saham yang mendekati 19x dikatakan PER relatif.

Secara teori, seharusnya investor membeli saham pada saat kondisi PER suatu perusahaan menunjukkan nilai yang kecil, tapi pada praktiknya masih banyak saham yang memiliki nilai PER rendah namun tetap tidak dilirik investor dan perusahaan dengan nilai PER tinggi masih tetap dibeli dengan harapan memberikan return yang lebih besar

dan prospek perusahaan yang bagus ke depannya

Tabel 7. Nilai Intrinsik Saham *Price Earning Ratio*

	E ₁ (Rp)	PER	Harga Pasar	Nilai Intrinsik	Hasil
DVLA	152,82	15,14	2.313,41	2.314,02	Under
KLBF	63,23	22,96	1.452,28	1.451,53	Over
MERK	60,30	52,18	3.164,35	3.146,32	Over
PEHA	175,02	9,50	1.662,25	1.661,93	Over
SIDO	32,42	23,60	764,97	765,25	Under

Sumber: Data Diolah (2021)

Menghitung valuasi saham menggunakan PER perlu mengetahui tingkat pertumbuhan dividen (g), estimasi dividen yang diharapkan (D1), dan tingkat pengembalian yang diharapkan (k) yang sudah diketahui hasilnya pada perhitungan sebelumnya.

Estimasi PER untuk tahun 2021 tertinggi dimiliki oleh MERK dengan nilai PER sebesar 52,18 dan estimasi PER terendah adalah 9,50 yaitu estimasi EPS PEHA. Semakin rendah nilai PER mengisyaratkan bahwa earning perusahaan semakin tinggi.

Berdasarkan hasil perhitungan menggunakan metode *Price Earning Ratio* dapat diketahui bahwa PT Kalbe Farma Tbk dan PT Merck Tbk berada pada kondisi *overvalued* yaitu nilai intrinsik saham lebih kecil daripada harga pasar saham. Sedangkan PT Darya-Varia Laboratoria Tbk, PT Phapros Tbk, dan PT Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk berada pada kondisi *undervalued* yaitu nilai intrinsik saham lebih besar daripada harga pasar saham penutupan 2020.

DVLA memiliki estimasi PER tahun 2021 sebesar 15,14x yang artinya investor akan memperoleh modalnya kembali dalam 15,14 tahun. Jangka waktu ini relatif lebih kecil jika dibandingkan dengan PER industri yaitu 19x. Oleh karena itu, pada saat nilai PER wajar lebih besar daripada nilai PER pasar keputusan yang dapat diambil adalah membeli saham DVLA.

Nilai estimasi PER yang dimiliki oleh KLBF adalah sebesar 22,96x. Lebih tinggi daripada nilai PER industry farmasi tahun 2020. Secara teori, ketika investor ingin membeli saham dengan menggunakan pertimbangan nilai PER, maka belilah saham dengan nilai PER yang rendah. Sedangkan kondisi KLBF saat ini memiliki nilai PER yang tinggi dan lebih tinggi dari PER industry maka dapat dikatakan bahwa saham KLBF dalam kondisi mahal sehingga keputusan investasi yang disarankan adalah tidak membeli saham KLBF.

MERK memiliki nilai estimasi PER yang paling tinggi diantara perusahaan farmasi lainnya yang menjadi sampel penelitian yaitu sebesar 52,18x. Tentu saja jika calon investor melihat nilai PER sebesar ini maka besar kemungkinan untuk tidak membeli saham MERK dengan pertimbangan bahwa investor akan mendapatkan modalnya kembali dalam waktu 52,18 tahun.

Estimasi nilai PER tahun 2021 yang dimiliki oleh PEHA merupakan nilai terendah pada sampel penelitian ini, hanya sebesar 9,50 sangat jauh jika dibandingkan dengan PER industry tahun 2020. Hal ini berarti saham PEHA termasuk saham murah. Namun rekomendasi yang dapat diberikan untuk calon investor adalah tidak membeli saham PEHA karena nilai wajar saham masih lebih murah daripada harga pasar sahamnya.

Nilai PER SIDO termasuk mahal jika dibandingkan dengan PER industry tahun 2020 yaitu sebesar 23,60x. Hasil perhitungan menunjukkan bahwa PER wajar lebih besar daripada PER pasar. Selain itu, rasio-rasio fundamental yang dimiliki oleh SIDO juga memiliki prospek yang bagus untuk ke depannya, sehingga tidak ada salahnya untuk membeli saham SIDO dengan harapan akan memberikan return yang lebih besar di masa yang akan datang. Hasil penelitian menunjukkan bahwa secara umum EPS perusahaan farmasi mengalami penurunan pada tahun 2020. Hanya KLBF saja yang mengalami peningkatan EPS tahun 2020. Saham KLBF berada dalam kondisi

overvalued sehingga teori dan hasil penelitian saling mendukung. Sedangkan untuk saham farmasi yang lainnya tidak menunjukkan keselarasan antara teori dengan hasil penelitian. Beberapa perusahaan farmasi berada dalam kondisi mahal sedangkan nilai PER relatif kecil dan ada yang berada dalam kondisi murah sedangkan nilai PER relatif besar.

SIMPULAN

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan yang telah dilaksanakan dalam penelitian ini, maka dapat ditarik kesimpulan. Berdasarkan perhitungan valuasi saham dengan menggunakan metode *Dividend Discounted Model* pertumbuhan konstan maka dapat diketahui bahwa harga wajar saham KLBF sebesar Rp 1.451,56, MERK sebesar Rp 3.146,46, dan PEHA sebesar Rp 1.661,97 berada dalam kondisi *overvalued* karena harga pasar lebih mahal, sehingga rekomendasi pengambilan keputusan investasi bagi calon investor adalah tidak membeli ketiga saham tersebut.

Berdasarkan perhitungan valuasi saham dengan menggunakan metode *Dividend Discounted Model* pertumbuhan konstan maka dapat diketahui bahwa harga wajar saham DVLA sebesar Rp 2.313,95 dan SIDO sebesar Rp 765,22 berada dalam kondisi *undervalued* karena harga pasar lebih murah, sehingga rekomendasi pengambilan keputusan investasi bagi calon investor adalah membeli kedua saham tersebut.

Berdasarkan perhitungan valuasi saham dengan menggunakan metode *Price Earning Ratio* maka dapat diketahui bahwa harga wajar saham KLBF sebesar Rp 1.451,53, MERK sebesar Rp 3.146,32, dan PEHA sebesar Rp 1.661,93 berada dalam kondisi *overvalued* karena harga pasar lebih mahal, sehingga rekomendasi pengambilan keputusan investasi bagi calon investor adalah tidak membeli ketiga saham tersebut, sedangkan bagi investor yang sudah memiliki ketiga saham tersebut direkomendasikan untuk menjual.

Berdasarkan perhitungan valuasi saham dengan menggunakan metode *Price Earning Ratio* maka dapat diketahui bahwa harga wajar saham DVLA sebesar Rp 2.314,02 dan SIDO Rp 765,25 berada dalam kondisi *undervalued* karena harga pasar lebih murah, sehingga rekomendasi pengambilan keputusan investasi bagi calon investor adalah membeli kedua saham tersebut.

Dalam penelitian ini terdapat beberapa keterbatasan yang perlu diperhatikan lagi oleh peneliti-peneliti selanjutnya untuk menyempurnakan penelitian ini. Diantaranya (1) metode DDM tidak dapat digunakan untuk menghitung valuasi saham yang tidak membayar dividen, alangkah lebih baiknya untuk menggunakan metode lain agar dapat memperhitungkan perusahaan yang potensial tetapi tidak membayar dividen; (2) model pertumbuhan yang digunakan tidak bisa digunakan secara akurat karena faktanya pertumbuhan dividen setiap tahun selalu mengalami perubahan; (3) periode perhitungan hanya sampai tahun 2020 saja, seharusnya data yang diperhitungkan lebih up to date; (4) tidak ditambahkannya ramalan pertumbuhan atau forecasting pertumbuhan perusahaan untuk ke depannya sebagai bahan pertimbangan tambahan valuasi saham; (5) analisis ekonomi hanya sampai makroekonomi saja, analisis industry secara nasional dan regional sangat diperlukan karena berhubungan dengan aktifitas ekspor dan impor bahan baku.

Saran yang peneliti ajukan dan sebagai bahan pertimbangan atau perbaikan yaitu metode analisis valuasi saham yang digunakan adalah *Dividend Discounted Model* dan *Price Earning Ratio* sehingga akan cocok bagi investor yang ingin berinvestasi dengan berorientasi terhadap dividen dan laba bersih per saham atau Earning per Share perusahaan. Apabila investor berorientasi terhadap asset yang dimiliki perusahaan atau rasio keuangan

lainnya, gunakan pendekatan valuasi saham yang sesuai dengan kebutuhan.

Bagi investor dan calon investor dalam melakukan valuasi saham secara fundamental alangkah lebih baiknya tidak hanya memperhitungkan rasio keuangan secara teknikal tetapi memperhatikan kondisi eksternal perusahaan seperti kondisi ekonomi makro, kondisi sosial dan politik, kondisi perindustrian terkait, serta prospek perusahaan di tahun yang akan datang.

Bagi peneliti selanjutnya yang akan melakukan penelitian mengenai valuasi saham menggunakan metode *Dividend Discounted Model* dan *Price Earning Ratio* alangkah lebih baiknya model pertumbuhan disesuaikan dengan pertumbuhan dividen perusahaan agar hasil yang diperoleh lebih akurat.

DAFTAR PUSTAKA

- Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation: Second Edition*. Wiley Finance, 1–1372.
- Husnan, S. (2015). *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. STIM YKPN.
- Munk, C. (2018). *Financial Markets: Risk and Investment*. In *Lecture notes*. Copenhagen, Denmark. <https://doi.org/10.1017/9781139629065.008>
- Sukamulja, S. (2017). *Pengantar Pemodelan Keuangan dan Analisis Pasar Modal*. Yogyakarta. Penerbit BPFE Universitas Gadjah Mada.
- Tandelilin, E. (2010). *Portofolio dan Investasi: Teori dan aplikasi*. Kanisius.
- Tandelilin, E. (2012). *Dasar-dasar Manajemen Investasi*. *Manajemen Investasi*, 1–34.
- Thomas, R., & Gup, B. E. (2021). *The Valuation Handbook: Valuation Techniques from Today's Top Practitioners* (Vol. 148).
- Alhakim, G. F. (2018). *Analisis*

- Fundamental Perusahaan Serta Penilaian Saham Dengan Metode Price Earning Ratio Dan Price Book Value Dalam Rangka Menilai Harga Wajar Saham Dan Keputusan Investasi.* Universitas Islam Negeri Raden Intan Lampung.
- Brilian, H. S. (2017). *Analisis Fundamental untuk Menilai Kewajaran Harga Saham dengan Pendekatan Dividend Discount Model dan Price Earning Ratio (Studi Pada Perusahaan Sub Sektor Semen yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2012 – 2015)* [Universitas Islam Negeri Maulana Malik Ibrahim Malang].
www.journal.uta45jakarta.ac.id
- Darmawan, A., & Budiman, R. (2016). Analisis Fundamental Harga Saham Perusahaan dengan Menggunakan Metode Discounted Cash Flow dan Price Earning (Studi Pada Perusahaan Multinasional Yang Menjadi Anggota Indeks Sektor Properti di BEI Periode 2012-2016). *Jurnal Administrasi Bisnis S1 Universitas Brawijaya*, 63(1), 122–129.
- Elbialy, B. A. (2019). The Effect of Using Technical and Fundamental Analysis on the Effectiveness of Investment Decisions of Traders on the Egyptian Stock Exchange. *International Journal of Applied Engineering Research*, 14(24), 4492–4501.
<http://www.ripublication.com>
- Kurniaty, I., Hidayat, R. R., & Endang, M. G. (2016). Analisis Fundamental untuk Menilai Kewajaran Harga Saham dengan Dividend Discount Model (DDM) dan *Price Earning Ratio* (PER) Sebagai Dasar Pengambilan Keputusan Investasi (Studi Pada Subsektor Perbankan yang Listing di BEI Periode 2012-2014). *Jurnal Administrasi Bisnis S1 Universitas Brawijaya*, 33(1), 28–34.
- Utama, D. N. (2018). *Analisis Model Valuasi Discounted Cash Flow dalam Memprediksi Nilai Wajar Saham Perusahaan Sektor Consumer Goods di Bursa Efek Indonesia.* Universitas Sumatera Utara.
- Yuliah, Y., Triana, L., & Lesmana, I. S. (2019). Analisis Nilai Saham dengan *Dividend Discounted Model* (DDM) (Studi Kasus Perusahaan Tekstil Dan Garmen yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2018). *Jurnal Manajemen*, 5(2), 9–13.
<https://doi.org/10.35906/jm001.v5i2.360>