

## Analisis Penilaian Harga Wajar Saham Dengan Metode Discounted Cash Flow (Studi Kasus Pada PT Kalbe Farma Tahun 2022)

**JPMB**  
**33**

Veny Anindya<sup>1\*</sup>, Leanne Morin<sup>2</sup>, Rachman Mulyandi<sup>3</sup>

*Fakultas Ekonomi, Bisnis, dan Ilmu Sosial Universitas Matana*

Paper type  
*Research paper*

### Abstract

*Valuation of the fair price of shares is carried out to calculate and estimate the fair value of a company. The valuation results can be compared with the market value of a company that produces investment recommendations to investors. Valuation can be done by fundamental analysis and technical analysis. This study will discuss fundamental analysis using a top-down approach, in which this fundamental analysis pays attention to macroeconomic analysis, industry analysis, company analysis, and company value valuation. The valuation method used is the Discounted Cash Flow method with the free cash flow to the firm and free cash flow to the equity methods. The data used in this study are macroeconomic data, industry data, and historical data on company financial reports which are needed to provide assumptions related to the company's growth projections in the future. By conducting this analysis, this study is expected to provide insight into the macroeconomic prospects, the industry, and the fair value of PT. Kalbe Farma Tbk.*

Received: 11 Agu 2023  
Accepted: 20 Sep 2023  
Online: 20 September 2023

**Keywords:** *valuation, Discounted Cash Flow, Kalbe Farma*

✉ Email korespondensi: [veny.anindya@matanauniversity.ac.id](mailto:veny.anindya@matanauniversity.ac.id)

**Pedoman Sitasi:** Anindya, Veny, Morin, Leanne, Mulyandi, Rachman. (2023). *Analisis Penilaian Harga Wajar Saham Dengan Metode Discounted Cash Flow (Studi Kasus Pada PT Kalbe Farma Tahun 2022)*. *Jurnal Pasar Modal dan Bisnis*. 5(2), 33 - 56

**DOI:** <https://doi.org/10.37194/jpmb.v5i2.338>

### Publisher:

The Indonesia Capital Market Institute  
Indonesia Stock Exchange Building, Tower II, 1st Floor  
Jl. Jendral Sudirman Kav. 52-53, Jakarta 12190 - Indonesia



*Jurnal Pasar Modal dan  
Bisnis*, Vol 5, No.2,  
September 2023,  
pp. 33 - 56  
eISSN 2715-5595

## PENDAHULUAN

Perkembangan investasi dirasa semakin pesat saat ini. Meskipun masih banyak orang yang memilih untuk berinvestasi pada tanah dan bangunan karena nilainya semakin meningkat di masa datang, namun investasi di pasar modal saat ini menjadi tren di kalangan masyarakat Indonesia. Pasar modal merupakan kawasan yang diperuntukkan penjual dan pembeli saham (Choirunnisak, 2019). Saham merupakan salah satu instrumen yang diperdagangkan di pasar modal yang merupakan sumber dana penting bagi perusahaan. Dana tersebut didapatkan ketika melakukan penjualan kepemilikan perusahaan di pasar modal (Saraswati, 2020).

Saat wabah Covid-19 menyerang hampir seluruh negara di dunia, termasuk Indonesia, tidak dipungkiri pasar modal Indonesia turut terkena dampaknya. Wabah ini datang ke Indonesia pada awal Maret 2020 yang berasal dari dua warga Indonesia yang terinfeksi wabah tersebut yang tertular dari warga Jepang. Penularan tersebut membuat mitos Indonesia akan “kebal” terhadap virus Covid-19 akhirnya patah (AN Uyung Pramudiarja / detikHealth, 2020). Covid-19 ini meninggalkan dampak yang buruk bagi segala sektor, tidak pada perekonomian saja akan tetapi pada kesehatan, gaya hidup, dan seluruh aktivitas masyarakat yang dilakukan sehari-hari (Donthu & Gustafsson, 2020). Sektor industri juga berdampak seperti sektor wisata, keuangan, *food and beverage*, dan manufaktur. Namun demikian, terdapat beberapa sektor yang dapat meraup keuntungan di masa pandemi, yakni industri tekstil, makanan dan minuman, alat kesehatan, jasa komunikasi, elektronik, pertanian, UMKM dan jasa logistik (Tempo, 2020).

Pasar modal Indonesia terdampak hingga di bulan Februari mengalami penurunan secara masif dan bulan Maret semakin masif (Kartikaningsih, 2020). Bulan April IHSG mulai melorot bahkan pada ISSI juga mengalami penurunan dimasa pandemi (Rifa'i & Junaidi, 2020). Harga saham berfluktuasi seperti komoditas yang diperjualbelikan di pasar barang yang selalu mengikuti penawaran dan permintaan. Penelitian terdahulu menyatakan bahwa perubahan harga selalu berhubungan dengan kualitas kinerja suatu perusahaan. Harga saham akan meninggi jika kualitas perusahaannya bagus, begitu pula sebaliknya. Alat yang dipergunakan dalam mengetahui prestasi perusahaan dinamakan laporan keuangan. Perusahaan yang *go public* diharuskan memberikan informasi mengenai pembukuan keuangan minimal tiga bulan sekali, dengan adanya laporan keuangan tersebut investor dapat mempertimbangkan dalam memutuskan suatu pembelian saham. Investor dapat mengetahui perusahaan yang mengalami keuntungan dengan cara melihat banyak sedikitnya pembelian sahamnya (Lathifah et al., 2021).

PT Kalbe Farma merupakan salah satu perusahaan yang bergerak di sektor alat kesehatan dengan kinerja yang cukup baik selama pandemi Covid-19 terjadi. Namun demikian, pada tahun 2022 kinerjanya tak luput dari “serangan” kenaikan harga bahan baku yang cukup signifikan. Hal ini disebabkan salah satunya adalah efek domino dari perang antara Ukraina dengan Rusia. Akan tetapi, hal ini tidak membuat PT Kalbe Farma “terpuruk”. PT Kalbe Farma justru terus berupaya meningkatkan kinerjanya dengan memperluas infrastruktur dan jaringan distribusi ke wilayah-wilayah baru di Indonesia.

Dengan melakukan pengkajian pada laporan keuangan PT Kalbe Farma, investor dapat mengetahui juga nilai wajar dari saham perusahaan tersebut. Perhitungan nilai wajar dapat dilakukan dengan menggunakan metode *Discounted Cash Flow*. Dalam penelitian ini akan dilakukan perhitungan nilai wajar saham PT Kalbe Farma disertai dengan analisis secara *top down* yang meliputi analisis ekonomi, industri, dan juga perusahaan.

## KAJIAN PUSTAKA

## **Kerangka Teori**

### **a) Harga Saham**

Harga berasal dari penawaran, permintaan dan pelaku di pasar modal adalah harga saham. (Ersyafdi & Fauziyyah, 2021). Harga saham naik karena ada kelebihan permintaan dan harga saham turun disebabkan oleh kelebihan penawaran (Welley et al., 2020). Menurut (Widoatmodjo, 2001) terdapat jenis saham diantaranya ada harga nominal (yang tercatat pada saham), ada harga pertama (yang disepakati oleh emiten), ada harga pasar (harga yang telah dicatat di bursa), ada harga awal, penutupan tertinggi, rata-rata dan terendah. Pergerakan harga saham disebabkan oleh faktor fundamental (dari internal) dan non fundamental (eksternal) (Ersyafdi & Fauziyyah, 2021).

### **b) Penilaian Saham**

Penilaian saham diperlukan sebagai pertimbangan investor dalam memandang layaknya suatu investasi. Menurut Tandelilin (2010:301), menyatakan bahwa agar keputusan investasinya tepat atau menghasilkan return seperti yang diharapkan maka investor perlu melakukan penilaian saham terlebih dahulu terhadap saham-saham yang akan dipilihnya. Dalam penilaian saham dikenal adanya tiga jenis nilai, yaitu: nilai buku, nilai pasar, dan nilai intrinsik saham. Pengertian nilai buku adalah nilai yang tercatat pada perusahaan (emiten). Kemudian nilai pasar adalah nilai saham yang tercatat pada pasar saham. Sedangkan nilai intrinsik saham adalah nilai yang sebenarnya yang seharusnya terjadi.

### **c) Metode Penilaian Saham**

Ada beberapa pendekatan yang sering digunakan sebagai metode untuk menilai saham yaitu, pendekatan *Price Earning Ratio* (PER), pendekatan *Discounted Cash Flow* (DCF), pendekatan *Price Book Value* (PBV), dan klaim kontingensi. *Discounted Cash Flow* (DCF) adalah pendekatan dengan mendiskon *cash flow* masa depan proyeksi kinerja di masa lalu. Hal ini dilakukan untuk mendapatkan nilai wajar perusahaan di masa depan dan masa sekarang. *Price Earning Ratio* (PER) menunjukkan hubungan antara pasar saham dengan *earning per share* saat ini yang digunakan secara luas oleh investor sebagai panduan umum untuk mengukur nilai saham. *Price Book Value* (PBV) adalah suatu metode penilaian saham yang digunakan untuk menilai harga suatu saham dengan membandingkan harga pasar saham dengan nilai buku perusahaan (*book value*). Klaim kontingensi, yaitu metode penilaian yang menggunakan model harga opsi untuk mengukur nilai aset yang tidak atau belum menghasilkan arus kas namun berharga pada keadaan tertentu di masa depan.

## **Penelitian Terdahulu**

Ivanovski, & Narasanov (2014) dalam tulisannya yang berjudul "*Fundamental Analysis and Discounted Free cash flow Valuation of Stocks at Macedonian Stock Exchange*" menggunakan *Discounted Free cash flow to Firm Model* dengan *CrossSectional Analysis*. Hasil analisisnya menyebutkan bahwa model tersebut memiliki prediksi harga yang kuat dibandingkan dengan harga DCF asli. Perbaikan model dilakukan melalui optimalisasi biaya ekuitas. Pengoptimalan akan tercapai jika mengurangi tingkat diskonto dan memaksimalkan nilai.

Kramna, Eva (2014) dalam artikelnya berjudul "*Key Input Factors for Discounted Cash Flow Valuations*" mendapati hasil bahwa metode penilaian yang paling menarik dalam

memperkirakan *discount rate* disajikan oleh *Capital Asset Pricing Model*. Model ini dipilih di lebih dari 70% kasus yang diteliti. Studi ini juga menyelidiki apakah tingkat pertumbuhan terminal sebagai input utama untuk menghitung nilai terminal didasarkan pada asumsi fundamental untuk estimasi.

Boularhmane & Aboulaich (2016) dalam tulisannya berjudul "*Valuation of Quarterly Stock Prices: Applying Ethical Principles to Discounted Cash Flow*" menggunakan Method Independen: 1. Economic Risk 2. Industry Risk 3. Specific Risk Dependen: Modified DCF Model (MDCF) dengan analisis Regresi Linier Berganda. Hasilnya didapati bahwa model tersebut dapat memiliki prediksi harga yang kuat dibandingkan dengan harga DCF asli. Perbaikan model dilakukan melalui optimalisasi biaya ekuitas. Pengoptimalan seperti itu akan tercapai jika kita bisa mengurangi tingkat diskonto dan memaksimalkan nilai sosial dari belanja CSR.

Putra (2009) dalam hasil penelitiannya yang berjudul "Analisis Valuasi Saham pada PT Indofood Sukses Makmur Tbk, PT Gudang Garam Tbk, dan PT Unilever Tbk" menggunakan Model *Discounted Cash Flow*, Model *Relative Valuation Techniques*, dan Model *Capital Asset Pricing* dengan metode *Multiple Discriminant Analysis* (MDA). Hasilnya adalah saham INDF dan GGRM berada dalam kondisi *overvalued* jika dihitung dengan pendekatan *Discounted Cash Flow* dan *Capital Asset Pricing Model*. Namun jika dihitung dengan menggunakan pendekatan *Relative Valuation* saham INDF dan GGRM berada dalam kondisi *undervalued*. Sedangkan untuk saham UNVR jika dihitung dengan pendekatan *Discounted Cash Flow*, *Relative Valuation*, dan *Capital Asset Pricing Model* berada dalam kondisi *overvalued*.

Afna dan Riko (2021) dalam laporan penelitiannya yang berjudul "Valuasi Saham Pada Perusahaan Sub Sektor Farmasi Dengan Metode *Discounted Cash Flow* dan *Relative Valuation* Pada Periode Tahun 2013-2020" membandingkan penggunaan metode *Discounted Cash Flow* dengan *Relative Valuation* dalam menilai harga wajar saham pada perusahaan sub sektor farmasi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kedua metode memberikan keputusan yang sama pada saham-saham yang diteliti (*overvalued* atau *undervalued*).

## **METODE PENELITIAN**

### **a) Jenis Penelitian**

Berdasarkan latar belakang penelitian yang telah dipaparkan, maka jenis penelitian yang digunakan adalah penelitian deskriptif. Penelitian deskriptif yaitu penelitian yang berusaha untuk menuturkan pemecahan masalah yang ada sekarang berdasarkan data-data, jadi ia juga menyajikan data, menganalisis dan menginterpretasi (Achmadi dan Narbuko, 2015). Menurut Nazir (2014) metode deskriptif adalah suatu metode dalam meneliti status sekelompok manusia, suatu objek, suatu kondisi, suatu sistem pemikiran maupun suatu kelas peristiwa pada masa sekarang. Penelitian deskriptif bertujuan untuk mendiskripsikan apa-apa yang saat ini berlaku, di dalamnya terdapat upaya mendeskripsikan, mencatat, analisis, dan menginterpretasikan kondisi-kondisi yang sekarang ini terjadi atau ada (Mardalis, 2008:26).

### **b) Sumber Data**

Sumber data merupakan subyek dari mana peneliti memperoleh data. Data yang dibutuhkan penelitian ini adalah data sekunder yang dapat diperoleh dari Bursa Efek Indonesia dan website resmi PT. Kalbe Farma, Tbk. Data-data tersebut yaitu sebagai berikut: a) Laporan keuangan PT. Kalbe Farma, Tbk pada periode tahun 2019 - 2021 yang telah diaudit dan b)

Prospektus PT. Kalbe Farma, Tbk, sejarah perusahaan, visi dan misi perusahaan, dan data-data lain yang mengarah pada profil perusahaan.

### c) Analisis Data

Analisis data merupakan tahap dalam penelitian yang meliputi pengumpulan dan pengolahan data primer atau sekunder. Tujuan analisis data adalah untuk mengolah data yang telah terkumpul agar lebih mudah untuk dipahami. Dalam penelitian ini, data yang digunakan adalah data sekunder dengan jenis deskriptif. Dengan data yang ada akan diperoleh data yang nantinya akan diolah dengan menggunakan metode *Discounted Cash Flow* (DCF) yang meliputi:

#### 1) *Free cash flow*

*Free Cash Flow* (FCF) merupakan sisa kas yang dihasilkan dari usaha setelah digunakan untuk biaya ekspansi usaha dan biasa operasional.

$$FCF = \text{Net Operating Cashflow} - \text{Capital Expenditure}$$

*Operating Cash Flow* merupakan arus kas bersih yang dihasilkan dari aktivitas operasi. Sedangkan *Capital Expenditure* merupakan pembelian asset tetap dan asset tak berwujud.

#### 2) *Net Debt Level*

*Net Debt* merupakan jumlah hutang bersih setelah dikurangi dengan kas yang dimiliki.

$$\text{Net Debt} = \text{Long term debt} + \text{Short term debt} - \text{Cash and Cash equivalent}$$

#### 3) *Share Outstanding*

*Share Outstanding* merupakan jumlah lembar saham yang diterbitkan oleh perusahaan. Data *share outstanding* tersedia pada *website* IDX.

#### 4) *Growth Rate*

*Growth Rate* merupakan *rate* yang dipakai untuk memproyeksikan *free cash flow*.

$$\text{Next year FCF} = \text{Previous FCF} \times (1 + \text{growth rate})$$

#### 5) *Discount Rate*

*Discount Rate* digunakan untuk menghitung *Present Value* dari *future cash flow* yang diproyeksi.

$$\text{Present Value} = CF_t / (1 + \text{discount rate})^t$$

$$\text{Discount rate} = (E/V \times R_e) + ((D/V \times R_d) \times (1 - T))$$

Dimana:

E = market value of the firm's equity (market cap)

D = market value of the firm's debt

V = total value of capital (equity plus debt)

$E/V$  = percentage of capital that is equity  
 $D/V$  = percentage of capital that is debt  
 $R_e$  = cost of equity (required rate of return)  
 $R_d$  = cost of debt (yield to maturity on existing debt)  
 $T$  = tax rate

6) Terminal rate

Perusahaan masih akan bertumbuh lebih dari lima (5) atau sepuluh (10) tahun atau selama mungkin.

$$\text{Terminal Value} = FCF_{Yr5} X (1 + \text{Terminal Growth}) / (\text{Discount Rate} - \text{Terminal Growth})$$

Langkah Penghitungan Harga Wajar Dengan Metode *Discounted Cash Flow*:

1. Memproyeksikan *free cash flow*
2. Menghitung *present value* proyeksi *free cash flow* dengan menggunakan *discount rate*
3. Menghitung *terminal value*
4. Menghitung *total present value*
5. Menghitung harga wajar per lembar saham

## HASIL DAN PEMBAHASAN

### a) Profil Perusahaan

PT Kalbe Farma merupakan perusahaan yang bergerak di bidang pengembangan, pembuatan, dan perdagangan sediaan farmasi termasuk obat-obatan dan produk kesehatan konsumen. Perusahaan ini didirikan pada tanggal 10 September 1966. Kalbe Farma (Kalbe) telah berkembang dari awal yang sederhana di sebuah garasi menjadi perusahaan farmasi terdepan di Indonesia, yang terus berkembang kehadirannya di pasar internasional. Manajemen portofolio perusahaan terarah pada divisi obat resep, divisi produk kesehatan, divisi nutrisi, serta divisi distribusi dan logistik. Keempat divisi usaha ini mengelola portofolio produk obat resep dan obat OTC yang komprehensif, minuman energi, produk-produk nutrisi dan alat-alat kesehatan, dengan dukungan jaringan distribusi yang menjangkau lebih dari satu juta outlet di seluruh kepulauan Indonesia.

Kalbe Farma terus membangun posisi mereka di pasar internasional dengan hadir di negara-negara ASEAN serta Afrika, dan menjadi perusahaan produk kesehatan nasional yang mampu bersaing di pasar ekspor. Seiring pertumbuhan dan perubahan kebutuhan produk kesehatan di seluruh dunia, Kalbe bekerja untuk tetap menjadi yang terdepan dan relevan dengan tren yang ada. Melalui keterlibatannya yang aktif di berbagai kegiatan usaha e-commerce, Kalbe melayani pesatnya pertumbuhan konsumen cerdas digital di Indonesia. Melalui aliansi strategis dengan berbagai mitra internasional, Kalbe juga telah membangun beberapa kegiatan penelitian dan pengembangan yang berhasil, yang aktif terlibat dalam penelitian mutakhir di bidang penghantaran obat, obat kanker, sel punca dan bioteknologi. Aktivitas ini membuka peluang bagi Kalbe untuk terus meluncurkan berbagai produk dan layanan baru yang inovatif, yang dapat menyaingi para kompetitor.

Kalbe Farma kini memiliki tenaga kerja sebanyak 16.628 orang. Kalbe Farma kini juga memiliki kemampuan di bidang pemasaran, branding, distribusi, keuangan serta riset dan pengembangan yang unggul di Indonesia. Perusahaan Kalbe Farma memiliki visi untuk menjadi

perusahaan produk kesehatan Indonesia terbaik dengan skala internasional yang didukung oleh inovasi, merek yang kuat, dan manajemen yang prima serta memiliki misi untuk meningkatkan kesehatan untuk kehidupan yang lebih baik.

### b) Analisis Ekonomi

Pertumbuhan ekonomi Indonesia pada triwulan II tahun 2022 lebih tinggi dibandingkan sebelum pandemi yakni sebesar 5,4 persen (YoY). Kondisi ini menunjukkan berlanjutnya pemulihan ekonomi Indonesia dan semakin menguat, didorong oleh peningkatan mobilitas masyarakat karena pelonggaran syarat perjalanan saat momen hari raya Idul Fitri. Produk Domestik Bruto riil pada triwulan II tahun 2022 mencapai Rp2.923,7 triliun. Seluruh komponen dari sisi pengeluaran, tumbuh positif kecuali konsumsi pemerintah yang masih berkontraksi. Sumber pertumbuhan ekonomi tertinggi berdasarkan pengeluaran yaitu konsumsi rumah tangga yang tumbuh sebesar 5,5 persen (YoY), didorong oleh peningkatan aktivitas konsumsi masyarakat khususnya pada momen Ramadhan dan hari raya Idul Fitri, serta didukung juga oleh daya beli kelompok masyarakat yang terbantu oleh bantuan sosial yang dialokasikan pemerintah. Inflasi yang terjaga juga turut membantu masyarakat dalam menjaga daya beli yang pada gilirannya menjaga dunia usaha tetap kondusif. Pertumbuhan konsumsi rumah tangga tersebut lebih tinggi dibandingkan dengan triwulan sebelumnya.

Gambar 1. Pertumbuhan Ekonomi Indonesia



Sumber: BPS

### c) Analisis Industri

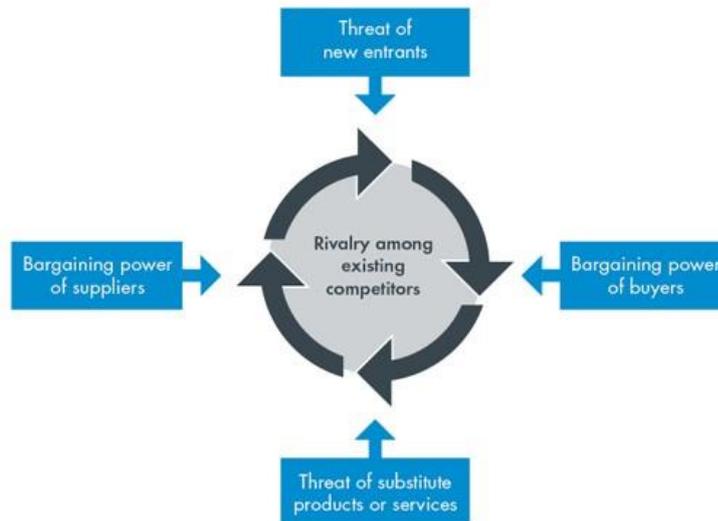
Pada masa sekarang, terutama pada masa pandemi, industri farmasi seolah mendapat peluang yang besar. Selama masa pandemi ini, industri farmasi di Indonesia meningkat sekitar 10% (Winarto, 2022). Pertumbuhan ini terjadi lebih tepatnya pada tahun 2021, setahun setelah kasus COVID-19 pertama di Indonesia muncul. Memang pada awal pandemi masih banyak hal yang butuh penyesuaian, namun seiring berjalannya waktu, akhirnya penyesuaian dapat dilakukan. Perkembangan industri ini diyakini dapat bertambah dan berlanjut di tahun-tahun mendatang, hal ini dikarenakan kesadaran akan pentingnya menjaga kesehatan pada masyarakat juga bertumbuh.

Pertumbuhan industri farmasi yang cukup pesat pada masa pandemi juga dikarenakan permintaan pasar yang tentunya juga terus bertambah pada masa pandemi. Indonesia pada

awalnya belum mampu memenuhi permintaan yang membludak pada awal masa pandemi, terbukti dengan bahan baku untuk pembuatan obat 90% masih diimpor. Oleh karena itu, untuk mewujudkan ketahanan industri farmasi di Indonesia, perlu dikembangkan lagi sektor bahan baku untuk obat. Hal ini merupakan tantangan bagi industri farmasi Indonesia, untuk semakin meningkatkan farmasi Indonesia.

Berawal dari masa penjajahan sampai sekarang, pertumbuhan industri farmasi sangat jelas terasa. Pertumbuhan industri farmasi di Indonesia untuk tahun-tahun ke depan juga diprediksi akan terus meningkat. Hal ini dikarenakan dampak dari pandemi yang sedang melanda dunia, dimana masyarakat menjadi lebih sadar akan kesehatan dan tentang merawat diri sendiri. Walaupun masih banyak tantangan bagi industri bidang ini, diharapkan tantangan yang ada terus memacu perkembangan industri farmasi di Indonesia.

Dalam melakukan analisis industri dimana terdapat Kalbe Farma di dalamnya, digunakan Porter Five Force. Porter Five Force atau lima kekuatan porter adalah suatu metode yang digunakan untuk melakukan identifikasi dan analisa kekuatan kompetitif di dalam suatu industri yang mampu membantu menentukan kelemahan dan kekuatan dari industri tersebut.



### Hambatan Bagi Pendetang Baru

Setiap industri pastinya memiliki hambatan tersendiri bagi perusahaan pendatang baru. Kalbe Farma merupakan perusahaan yang bergerak di industri farmasi. Industri farmasi merupakan industri yang menghasilkan obat-obatan bagi manusia sehingga industri ini sangat berpengaruh terhadap nyawa manusia. Oleh karena itu, Industri farmasi merupakan industri yang memiliki banyak tantangan untuk dihadapi pendatang baru. Salah satu tantangan yang mungkin dihadapi oleh pendatang baru industri farmasi adalah riset dan pengembangan. Riset dan pengembangan untuk obat-obatan membutuhkan biaya dan modal yang cukup besar. Riset dan pengembangan juga memiliki risiko terjadinya kegagalan sehingga perusahaan harus mempersiapkan antisipasi terhadap risiko tersebut.

Hambatan kedua bagi perusahaan pendatang baru di bidang farmasi adalah hak paten. Setelah melakukan riset dan pengembangan yang mungkin memakan waktu, biaya dan modal yang cukup besar, perusahaan juga membutuhkan waktu enam hingga sepuluh tahun untuk mendapatkan hak paten atas obat temuannya. Selain itu, syarat pengurusan paten juga memiliki

syarat dan kriteria tertentu untuk dipenuhi serta membutuhkan biaya pengurusan dan pemeliharaan paten.

Hambatan ketiga adalah terkait ketatnya regulasi yang diberikan pemerintah terhadap industri farmasi. Pemerintah Indonesia melalui Badan Pengawas Obat dan Makanan (BPOM) mengawasi peredaran obat-obatan yang ada di masyarakat. Setiap obat-obatan yang telah diproduksi harus memperoleh izin BPOM agar bisa diperjualbelikan secara legal di masyarakat.

Hambatan keempat adalah harga bahan baku pembuatan obat-obatan. Sebagaimana dijelaskan bahwa Indonesia masih bergantung terhadap impor bahan baku obat-obatan, maka hal ini juga menjadi tantangan bagi perusahaan pendatang baru. Perusahaan harus mampu mengatasi ketergantungannya terhadap bahan baku impor. Perusahaan juga harus mempersiapkan fluktuasi harga bahan baku impor sebagai akibat dari fluktuasi nilai tukar Rupiah terhadap mata uang asing.

Selain itu, hambatan yang mungkin terjadi adalah pasar internasional. Perusahaan asing mulai dapat bergabung memasarkan produk-produknya ke Indonesia. Oleh karena itu, perusahaan harus selalu berinovasi dan mampu bersaing dengan produk-produk saingannya. Oleh karena itu, dapat kita simpulkan bahwa ancaman pendatang baru bagi Kalbe Farma tidak terlalu besar karena beberapa hambatan tersebut.

### **Daya Tawar Pemasok**

Industri farmasi Indonesia masih memiliki ketergantungan yang sangat tinggi terhadap pemasok. Indonesia masih mengimpor 90 persen bahan baku obat-obatan dari luar negeri. Hal yang sama juga terjadi pada PT Kalbe Farma Tbk. Kalbe Farma masih mengandalkan pemasok dari luar negeri untuk bahan baku produksi obat-obatannya. Hampir seluruh bahan baku produksi diperoleh melalui impor.

Angka impor yang tinggi ini menandakan bahwa daya tawar pemasok PT Kalbe Farma cukup tinggi. Impor bahan baku produksi obat-obatan ini akan sangat dipengaruhi oleh nilai tukar Rupiah terhadap mata uang negara pemasok. Hal ini membuat PT Kalbe Farma harus terus memantau mata uang asing secara intensif dan memiliki perencanaan waktu pembelian yang tepat. Impor bahan baku produksi ini juga memiliki biaya impor yang tidak sedikit. Biaya tersebut dapat meliputi biaya pengiriman dan asuransi pengiriman bahan baku tersebut.

Besarnya biaya impor yang mungkin terjadi tentu saja akan mempengaruhi harga jual produk yang dijual PT Kalbe Farma. Selain itu, situasi global seperti pandemi Covid-19 juga dapat menghambat proses impor bahan baku tersebut sehingga akan berdampak terhadap keseluruhan proses produksi. Hal ini menjadi salah satu perhatian PT Kalbe Farma. Pada tahun 2018, PT Kalbe Farma melalui anak perusahaannya PT Kalbio Global Medika telah meresmikan pabrik bahan baku obat dan produk biologi. Hal ini merupakan bentuk komitmen Kalbe untuk mengambil inisiatif dan mendorong terciptanya industri farmasi yang terintegrasi, khususnya dalam hal kemandirian bahan baku, penguasaan teknologi serta peningkatan ekspor.

Total investasi PT Kalbio Global Medika (KGM) pada tahap awal mencapai Rp. 500 milyar untuk membangun fasilitas produksi, dan mengalokasikan Rp. 200 milyar untuk riset dan pengembangan, serta transfer teknologi dari pihak China dan Korea Selatan. KGM akan memproduksi Erythropoietin (EPO) yang sangat dibutuhkan dalam pengobatan cuci darah dan kanker. Produk ini ditujukan untuk mencukupi kebutuhan dalam negeri dan direncanakan akan diekspor ke pasar ASEAN dan beberapa negara lainnya. Selain Erythropoietin, KGM juga akan

memproduksi Granulocyte Colony Stimulating Factor (GCSF) yang merupakan obat untuk meningkatkan produksi granulosit serta produk dengan molekul baru yaitu Efepoietin (Long-Acting EPO) yang berfungsi untuk menstimulasi pembentukan sel darah merah.

Selanjutnya direncanakan akan memproduksi insulin dan beberapa produk Mab (Monoklonal Antibodi) untuk pengobatan kanker. Dalam mengoperasikan pabrik bahan baku obat dan produk biologi ini, Kalbe juga mempersiapkan sumber daya manusia yang kompeten di bidang bioteknologi dan rekayasa genetika yang dibutuhkan untuk mengembangkan dan memproduksi produk biologi dengan bekerja sama dengan I3L (Indonesia International Institute for Life Science). Hal ini merupakan bagian dari upaya Kalbe dalam mengembangkan sumber daya manusia Indonesia untuk menjadi lebih kompeten di bidang Kesehatan. Pembangunan pabrik bahan baku obat dan produk biologi ini diharapkan mampu mengurangi ketergantungan Kalbe terhadap bahan baku impor. Pembangunan ini juga diharapkan mampu menghasilkan bahan baku yang lebih murah sehingga dapat mengurangi biaya produksi.

### **Daya Tawar Konsumen**

PT Kalbe Farma memproduksi beragam produk-produk yang ditawarkan kepada masyarakat. Beragam produk yang ditawarkan mulai dari obat resep, produk kesehatan, produk nutrisi hingga dalam bentuk pelayanan jasa. Masing-masing produk tersebut memiliki daya tawarnya masing-masing terhadap konsumen. Terdapat banyak produk Kalbe Farma yang ditawarkan kepada konsumen. Beberapa produk perusahaan Kalbe Farma telah mampu menjangkau pasar internasional. Produk tersebut antara lain minuman berenergi extra joss, susu Kesehatan dan diabetasol telah diterima dengan baik di Filipina dan Myanmar.

Selain itu, produk Kalbe Farma yang lain juga tidak kalah saing dibandingkan dengan produk tersebut. Beberapa produk Kesehatan seperti Xonce, Komix, Bintang Toedjoe, Woods, Mixagrip, dan lain-lain juga merupakan produk yang cukup laris di pasaran. Mayoritas produk Kalbe Farma tersebut dijual pada harga yang terjangkau bagi masyarakat. Di sisi lain, produk Kalbe Farma ini juga memiliki produk pesaing dari perusahaan lain seperti Kimia Farma. Sebagai contoh, Susu Kesehatan ataupun obat-obatan dengan klaim kesehatan tertentu tidak hanya diproduksi oleh Kalbe Farma saja tetapi juga diproduksi oleh perusahaan pesaingnya.

Berdasarkan hal tersebut dapat disimpulkan bahwa konsumen Kalbe Farma masih memiliki daya tawar yang cukup tinggi karena karena perusahaan memiliki banyak pesaing di industri yang serupa. Oleh karena itu, Kalbe Farma harus meningkatkan kualitas produknya, menekan biaya produksi sehingga dapat menurunkan harga jual serta meningkatkan pemasaran produknya agar semakin terjangkau oleh masyarakat.

### **Ancaman dari Produk Pengganti**

Produk yang diproduksi oleh PT Kalbe Farma Tbk tidak hanya sebatas obat-obatan saja. Kalbe Farma juga memproduksi produk makanan dan minuman kesehatan, produk nutrisi khusus serta produk kategori lain. Hal ini berdampak pada semakin banyaknya produk pengganti yang bisa menjadi ancaman bagi produk yang ditawarkan Kalbe Farma.

Produk Kalbe Farma kategori nutrisi khusus tidak memiliki banyak produk pengganti karena adanya klaim kesehatan khusus yang diberikan produk tersebut. Sedangkan, beberapa produk lain seperti produk susu kesehatan, obat-obatan, serta produk makanan dan minuman kesehatan memiliki banyak produk pengganti. Sebagai contoh, produk makanan dan minuman kesehatan bisa digantikan dengan buah ataupun sayuran yang dianggap masyarakat lebih alami.

Selain itu, masyarakat Indonesia juga memiliki jamu sebagai produk kesehatan tradisional yang tidak kalah menyehatkan dengan produk yang ditawarkan Kalbe Farma.

Berdasarkan data dari e-commerce produk kesehatan dan kecantikan Gogobli, pangsa pasar jamu dan obat herbal masih bersaing dengan obat bebas di pasaran. Pangsa pasar obat tradisional pada 2017 di Indonesia mencapai Rp15 miliar, sedangkan obat bebas sebesar Rp29,52 miliar. Jumlah konsumsi jamu dan obat herbal itu diprediksi bakal terus meningkat, mengingat masyarakat saat ini mulai kembali beralih menggunakan produk yang alami.

Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa ancaman produk pengganti terhadap beberapa produk yang diproduksi PT Kalbe Farma masih cukup tinggi. PT Kalbe Farma harus lebih meningkatkan kualitas produk yang diproduksinya dan terus berusaha meraih minat beli masyarakat terhadap produknya.

#### **Persaingan dengan Kompetitor Lain**

Industri farmasi di Indonesia terdiri dari 206 perusahaan. Jumlah tersebut terdiri dari 178 perusahaan swasta nasional, 24 perusahaan multi nasional, dan empat Badan Usaha Milik Negara (BUMN). Hal ini berarti terdapat persaingan yang cukup ketat di antara perusahaan yang bergerak di industri farmasi. Persaingan ketat di antara perusahaan farmasi juga didorong oleh adanya rencana pemerintah meningkatkan penetrasi sistem Jaminan Kesehatan Nasional (JKN) hingga 100% kebijakan tersebut dinilai bakal mendorong peningkatan permintaan pasar terhadap obat generik tak bermerek. Disamping itu, pada program JKN, resep obat bagi peserta JKN didominasi oleh obat generik tanpa merek dibandingkan dengan obat paten.

PT Kalbe Farma harus terus berinovasi untuk meningkatkan kualitas produknya dan berusaha menemukan beragam produk-produk yang bermanfaat baik bagi Kesehatan manusia. PT Kalbe Farma harus terus mengadakan riset dan pengembangan produk berkualitas tinggi agar mampu menyaingi perusahaan kompetitornya.

#### **d) Analisis Perusahaan**

Untuk melihat kondisi PT Kalbe Farma secara keuangan, berikut adalah table ringkasan perhitungan rasio yang datanya bersumber dari laporan keuangan PT Kalbe Farma.

Tabel 1. Neraca

PT KALBE FARMA Tbk			
Neraca Konsolidasi			
31 Des 2019 - 31 Des 2021			
Dalam Jutaan Rupiah			
31 Des 2019 - 31 Des 2021 (dalam Jutaan Rupiah)	2019	2020	2021
Kas dan Setara Kas	3,236,105,639,130	5,396,245,768,760	6,475,171,091,730
Investasi Jangka Pendek	-	-	-
Piutang Usaha	3,697,660,122,083	3,594,926,677,688	3,545,142,655,612
Persediaan	3,885,097,804,170	3,745,067,401,421	5,162,582,562,603
Aktiva Lancar Lain	403,627,413,018	339,092,032,846	529,313,197,693
<b>Aktiva Lancar</b>	<b>11,222,490,978,401</b>	<b>13,075,331,880,715</b>	<b>15,712,209,507,638</b>
Aktiva Tetap Bersih	7,666,314,692,908	8,310,144,409,530	8,101,932,953,225
Aset Tidak Lancar Lain	692,453,190,062	660,017,725,820	1,852,492,695,408
<b>Aktiva Tidak Lancar</b>	<b>9,042,235,884,183</b>	<b>9,488,968,436,659</b>	<b>9,954,425,648,633</b>
<b>Aktiva</b>	<b>20,264,726,862,584</b>	<b>22,564,300,317,374</b>	<b>25,666,635,156,271</b>
Hutang Usaha	1,215,860,422,464	1,240,385,598,118	1,667,595,790,804
Hutang Bank	19,424,285,946	123,843,141,605	69,999,978,142
Hutang Lancar Lain	1,341,824,097,441	1,812,497,471,951	710,887,318,011
<b>Kewajiban Lancar</b>	<b>2,577,108,805,851</b>	<b>3,176,726,211,674</b>	<b>3,534,656,089,431</b>
Hutang Jangka Panjang	647,647,475,827	722,819,149,620	490,277,125,580
Kewajiban Tidak Lancar Lain	334,388,104,875	388,672,812,000	375,824,148,137
<b>Kewajiban Tidak Lancar</b>	<b>982,035,580,702</b>	<b>1,111,491,961,620</b>	<b>866,101,273,717</b>
<b>Total Kewajiban</b>	<b>3,559,144,386,553</b>	<b>5,158,767,387,980</b>	<b>6,087,108,913,660</b>
Modal Saham & Saldo Laba	16,705,582,476,031	17,405,532,929,400	19,579,526,242,611
<b>Kewajiban dan Ekuitas</b>	<b>20,264,726,862,584</b>	<b>22,564,300,317,380</b>	<b>25,666,635,156,271</b>

Sumber: Laporan Keuangan PT Kalbe Farma (diaudit)

**Tabel 2. Laporan Laba Rugi**

<b>Laporan Laba-Rugi Konsolidasian</b>			
<b>31 Des 2019 - 31 Des 2021</b>			
<b>Dalam Jutaan Rupiah</b>			
	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
Penjualan Bersih	22,633,476,361,040	23,112,654,991,220	26,261,194,512,310
Beban Pokok Penjualan	12,602,719,055,900	12,866,332,497,450	15,157,805,245,820
Laba Kotor	10,030,757,305,140	10,246,322,493,770	11,103,389,266,490
Beban Usaha	19,332,065,934,608	19,580,474,353,587	22,259,472,647,496
Laba Usaha	3,299,964,041,950	3,545,955,221,720	4,010,625,163,190
Laba/Beban Lain-lain	5,740,034,862,580	5,530,132,693,720	6,080,149,473,170
Beban Bunga Bersih	31,055,146,298	75,836,781,288	45,485,899,893
Laba Sebelum Pajak	3,402,616,824,530	3,627,632,574,740	4,143,264,634,774
Pajak	895,852,252,450	894,372,710,140	959,643,324,734
<b>Laba Bersih</b>	<b>2,506,764,572,080</b>	<b>2,733,259,864,600</b>	<b>3,183,621,310,040</b>
Pembayaran Dividen	1,218,753,174,860	1,218,753,174,860	1,312,503,419,080
	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
Laba Usaha	3,299,964,041,950	3,545,955,221,720	4,010,625,163,190
Depresiasi	3,519,373	3,995,050	4,458,296
EBITDA	3,299,967,561,323	3,545,959,216,770	4,010,620,704,894

Sumber: Laporan Keuangan PT Kalbe Farma (diaudit)

**Tabel 3. Ringkasan Rasio Keuangan**

Keterangan	2019	2020	2021
OPM	10,2 T	10,2 T	8,2 T
GPM	3,5 T	3,8 T	3 T
ROA	12,37%	12,11%	9,43%
ROE	15,01%	14,96%	11,44%
EPS	53,45%	58,28%	48,78%
Total Aset Turnover	1,18	1,08	1,08
Fixed Aset Turnover	3,09	2,81	3
Inventory Turnover	3,44	3,51	3,37
Receivables Turnover	6,63	6,56	7,14
Debt to Equity Ratio	0,213	0,23	0,21
Debt to Aset Ratio	0,17	0,19	0,17

Sumber: Data diolah

Rasio profitabilitas diwakili oleh Operating Profit Margin (OPM), Gross Profit Margin (GPM), Return on Asset (ROA), Return on Equity (ROE), dan Earning per Share (EPS). Dari kelima rasio tersebut menunjukkan adanya penurunan pada tahun 2021. Hal ini mengindikasikan sekalipun Kalbe Farma membagikan deviden setiap tahunnya namun keuntungan yang didapatkan oleh perusahaan besarnya tidak terlalu signifikan. Total Asset Turnover (TATO), Fixed Asset Turnover (FATO), Inventory Turnover (ITO), dan Receivable Turnover (RTO) mewakili rasio aktivitas. Dari hasil perhitungan keempat rasio tersebut, secara umum dapat dikatakan bahwa ada indikasi aset yang dimiliki oleh perusahaan kurang efektif dalam meningkatkan penjualan. Sementara itu dalam hal piutang, perusahaan masih cukup baik performa penagihannya. Hal ini bisa saja dikarenakan banyak toko ritel yang memiliki hutang terhadap perusahaan. Berdasarkan hasil rasio solvabilitas diketahui adanya peningkatan dari 2019. Hal ini dikarenakan banyaknya penjualan yang masuk saat masyarakat mengalami kepanikan saat munculnya virus Covid.

#### e) Valuasi Nilai Wajar

Valuasi dalam penghitungan ini menggunakan *Discounted Cash Flow* yang memandang nilai intrinsik suatu sekuritas sebagai nilai sekarang dari arus kas yang diharapkan di masa depan. Sementara untuk pendekatan valuasi yang digunakan adalah *Free Cash Flow to the Firm (FCFF)* yang mengestimasi nilai perusahaan sebagai present value dari FCFF yang diharapkan di masa yang akan datang pada tingkat diskonto WACC. Dari hasil valuasi diketahui bahwa nilai intrinsik dari Kalbe Farma adalah Rp. 1.232,58; per lembar sahamnya. Sedangkan harga saham pada tanggal 2 Desember 2022 adalah Rp. 2.050;. Maka jika dibandingkan kedua harga ini, dapat dikatakan bahwa saham Kalbe Farma sudah *overvalued* dimana nilai intrinsiknya lebih rendah disbanding harga saham di pasar saat ini. Hasil ini membawa kepada suatu implikasi bahwa saham Kalbe Farma saat ini sudah terlalu mahal. Apabila investor sudah memiliki saham Kalbe Farma, maka disarankan untuk menjualnya. Sebaliknya jika investor belum memilikinya, tidak disarankan untuk membelinya saat ini. Meskipun demikian, saham yang *overvalued* tidak selalu harus kita hindari. Ada beberapa kasus yang membuktikan bahwa saham *overvalued* keuntungannya terus meningkat.



Tabel 5. Laporan Laba Rugi Proforma

PT Kalbe Farma Tbk						
Laporan Laba-Rugi Proforma						
Dalam Jutaan Rupiah						
	2021	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Penjualan Bersih	26,261,194,512,310	30,101,258,239,777	34,803,850,874,579	40,589,148,234,161	47,742,002,658,994	56,632,794,481,406
Beban Pokok Penjualan	15,157,805,245,820	18,060,754,943,866	20,088,575,678,236	24,353,488,940,497	27,592,859,219,393	32,731,361,029,990
<b>Laba Kotor</b>	<b>11,103,389,266,490</b>	<b>12,040,503,295,911</b>	<b>14,715,275,196,342</b>	<b>16,235,659,293,664</b>	<b>20,149,143,439,601</b>	<b>23,901,433,451,417</b>
Beban Operasi	22,259,472,647,496	25,507,709,371,968	29,492,671,238,604.40	34,395,113,605,070.90	40,456,419,428,079.00	47,990,447,809,427.30
Depresiasi	4,458,296	4,979,007	5,570,725	6,243,131	7,007,229	7,875,522
<b>Beban</b>	<b>25,507,714,350,976</b>	<b>29,492,676,809,329</b>	<b>29,492,676,809,329</b>	<b>34,395,119,848,202</b>	<b>40,456,426,435,308</b>	<b>47,990,455,684,949</b>
<b>Laba Usaha</b>	<b>4,010,625,163,190</b>	<b>4,593,543,888,802</b>	<b>5,311,174,065,250</b>	<b>6,194,028,385,959</b>	<b>7,285,576,223,686</b>	<b>8,642,338,796,457</b>
Laba/Beban Lain-lain	6,080,149,473,170	7,085,755,063,359	8,125,364,637,643	9,515,292,918,940	11,169,029,916,739	13,262,693,912,546
Beban Bunga Bersih	45,485,899,893	56,193,158,138	69,312,105,856	85,560,906,798	105,577,501,715	130,302,435,423
<b>Laba Sebelum Pajak</b>	<b>4,143,264,634,774</b>	<b>4,745,461,659,552</b>	<b>5,486,825,314,828</b>	<b>6,344,009,117,604</b>	<b>7,335,107,165,792</b>	<b>8,481,040,322,648</b>
Pajak	959,643,324,734	1,148,385,972,200	1,327,793,516,312	1,548,507,096,490	1,821,394,055,921	2,160,584,699,114
<b>Laba Bersih</b>	<b>3,183,621,310,040</b>	<b>3,597,075,687,352</b>	<b>4,159,031,798,516</b>	<b>4,795,502,021,114</b>	<b>5,513,713,109,870</b>	<b>6,320,455,623,534</b>
Pembayaran Dividen	1,312,503,419,080	1,273,448,524,016	1,438,830,274,941	1,663,612,719,406	1,918,200,808,446	2,205,485,243,948

Tabel 6. Neraca Proforma

PT Kalbe Farma Tbk						
Neraca Konsolidasi Proforma						
Dalam Jutaan Rupiah						
Berakhir pada Desember (dalam Jutaan Rupiah)	2021	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Kas dan Setara Kas	6,475,171,091,730	7,365,433,523,232	8,378,096,920,781	9,529,990,026,059	10,840,255,341,461	12,330,667,245,900
Investasi Jangka Pendek	-	-	-	-	-	-
Piutang Usaha	3,545,142,655,612	4,032,559,478,410	4,586,990,574,604	5,217,649,645,133	5,935,017,170,098	6,751,014,576,500
Persediaan	5,162,582,562,603	5,872,378,989,586	6,679,764,358,082	7,598,156,038,401	8,642,816,136,776	9,831,105,125,585
Aktiva Lancar Lain	529,313,197,693	602,087,746,462	684,867,968,568	779,029,530,373	886,137,236,733	1,007,971,035,383
<b>Aktiva Lancar</b>	<b>15,712,209,507,638</b>	<b>17,872,459,737,691</b>	<b>20,329,719,822,035</b>	<b>23,124,825,239,966</b>	<b>26,304,225,885,068</b>	<b>29,920,757,983,368</b>
		-	-	-	-	-
Aktiva Tetap Bersih	8,101,932,953,225	9,215,856,651,707	10,482,932,198,422	11,924,216,231,853	13,563,660,438,954	15,428,509,591,415
Aset Tidak Lancar Lain	1,852,492,695,408	2,107,189,386,506	2,396,903,977,872	2,726,451,032,797	3,101,307,062,305	3,527,701,535,441
<b>Aktiva Tidak Lancar</b>	<b>9,954,425,648,633</b>	<b>11,323,046,038,213</b>	<b>12,879,836,176,294</b>	<b>14,650,667,264,650</b>	<b>16,664,967,501,259</b>	<b>18,956,211,126,856</b>
<b>Aktiva</b>	<b>25,666,635,156,271</b>	<b>29,195,505,775,904</b>	<b>33,209,555,998,328</b>	<b>37,775,492,504,615</b>	<b>42,969,193,386,327</b>	<b>48,876,969,110,224</b>
Hutang Usaha	1,667,595,790,804	1,896,871,258,966	2,157,669,498,168	2,454,324,531,155	2,791,766,259,543	3,175,602,390,388
Hutang Bank	69,999,978,142	79,624,179,551	90,571,599,270	103,024,164,778	117,188,816,513	133,300,946,873
Hutang Lancar Lain	710,887,318,011	808,626,244,642	919,803,162,832	1,046,265,643,691	1,190,115,278,357	1,353,742,602,866
<b>Kewajiban Lancar</b>	<b>3,534,656,089,431</b>	<b>4,020,631,128,565</b>	<b>4,573,422,212,226</b>	<b>5,202,215,787,139</b>	<b>5,917,461,332,044</b>	<b>6,731,045,010,245</b>
		-	-	-	-	-
Hutang Jangka Panjang	490,277,125,580	-	-	-	-	-
Kewajiban Tidak Lancar Lain	375,824,148,137	-	-	-	-	-
<b>Kewajiban Tidak Lancar</b>	<b>866,101,273,717</b>	<b>985,180,355,172</b>	<b>1,120,631,456,933</b>	<b>1,274,705,545,715</b>	<b>1,449,963,070,574</b>	<b>1,649,316,513,211</b>
<b>Total Kewajiban</b>	<b>6,087,108,913,660</b>	<b>6,924,017,206,202</b>	<b>7,875,990,877,079</b>	<b>8,958,850,108,038</b>	<b>10,190,590,176,009</b>	<b>11,591,680,503,973</b>
		-	-	-	-	-
Modal Saham & Saldo Laba	19,579,526,242,611	22,271,488,569,703	25,333,565,121,249	28,816,642,396,577	32,778,603,210,319	37,285,288,606,251
<b>Total Ekuitas</b>	<b>19,579,526,242,611</b>	<b>22,271,488,569,703</b>	<b>25,333,565,121,249</b>	<b>28,816,642,396,577</b>	<b>32,778,603,210,319</b>	<b>37,285,288,606,251</b>
<b>Kewajiban dan Ekuitas</b>	<b>25,666,635,156,271</b>	<b>29,195,505,775,904</b>	<b>33,209,555,998,328</b>	<b>37,775,492,504,615</b>	<b>42,969,193,386,327</b>	<b>48,876,969,110,224</b>

Tabel 7. Cash Flow Statement

PT KALBE FARMA Tbk						
Cash Flow Statement						
	2021	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
		3,183,621,310,040				
<b>Laba (Rugi) bersih</b>		3,597,075,687,352	4,159,031,798,516	4,795,502,021,114	5,513,713,109,870	6,320,455,623,534
Beban penyusutan	4,458,296	4,979,007	5,570,725	6,243,131	7,007,229	7,875,522
<b>Perubahan modal kerja</b>						
(Kenaikan) penurunan piutang usaha	49,784,022,076	(487,416,822,798)	(554,431,096,193)	(630,659,070,529)	(717,367,524,966)	(815,997,406,402)
(Kenaikan) penurunan persediaan	(1,417,515,161,182)	(709,796,426,983)	(807,385,368,496)	(918,391,680,319)	(1,044,660,098,375)	(1,188,288,988,808)
Kenaikan (penurunan) hutang usaha	427,210,192,686	229,275,468,162	260,798,239,202	296,655,032,988	337,441,728,388	383,836,130,845
<b>Arus kas dari aktifitas operasi</b>	<b>(940,516,488,124)</b>	<b>2,629,142,884,739</b>	<b>3,058,019,143,753</b>	<b>3,543,112,546,385</b>	<b>4,089,134,222,146</b>	<b>4,700,013,234,690</b>
<i>Capital expenditure (Capex)</i>	(765,000,000,000)	(1,000,000,000,000)	(1,000,000,000,000)	(1,000,000,000,000)	(1,000,000,000,000)	(1,000,000,000,000)
<b>Arus kas dari aktifitas investasi</b>	<b>(765,000,000,000)</b>	<b>(1,000,000,000,000)</b>	<b>(1,000,000,000,000)</b>	<b>(1,000,000,000,000)</b>	<b>(1,000,000,000,000)</b>	<b>(1,000,000,000,000)</b>
Kenaikan (penurunan) hutang jangka panjang	-	-	-	-	-	-
Kenaikan (penurunan) modal disetor	2,691,962,327,092	3,062,076,551,547	3,483,077,275,328	3,961,960,813,742	4,506,685,395,933	-
Pembayaran deviden	(1,312,503,419,080)	(1,273,448,524,016)	(1,438,830,274,941)	(1,663,612,719,406)	(1,918,200,808,446)	(2,205,485,243,948)
<b>Arus kas dari aktifitas pembiayaan</b>	<b>1,379,458,908,012</b>	<b>1,788,628,027,531</b>	<b>2,044,247,000,387</b>	<b>2,298,348,094,335</b>	<b>2,588,484,587,487</b>	<b>(2,205,485,243,948)</b>
<b>Perubahan arus kas</b>	<b>(326,057,580,112)</b>	<b>3,417,770,912,270</b>	<b>4,102,266,144,140</b>	<b>4,841,460,640,720</b>	<b>5,677,618,809,633</b>	<b>1,494,527,990,742</b>
Kas awal	5,396,245,768,760	7,365,433,523,232	8,378,096,920,781	9,529,990,026,059	10,840,255,341,461	12,330,667,245,900
Kas akhir	5,070,188,188,648	10,783,204,435,502	12,480,363,064,921	14,371,450,666,779	16,517,874,151,095	13,825,195,236,642
<b>Perubahan modal kerja</b>	<b>(940,520,946,420)</b>	<b>(967,937,781,620)</b>	<b>(1,101,018,225,488)</b>	<b>(1,252,395,717,860)</b>	<b>(1,424,585,894,952)</b>	<b>(1,620,450,264,366)</b>

Tabel 8. WACC

WACC		
Cost of Capital	%	
<b>Cost of Equity</b>		<b>10.36%</b>
Risk Free	6.7%	
Beta	1.11	
Risk Premium	3.30%	
<b>Cost of Debt</b>		<b>6.19%</b>
Interest	8%	
Tax	25%	
<b>Capital Structure</b>		
Equity	19,579,526,242,611	<b>100%</b>
Debt	69,999,978,142	<b>0%</b>
<b>WACC</b>		<b>10.34%</b>

Tabel 9. Arus Kas Bersih dan Hasil FCFF

PT KALBE FARMA Tbk							
Arus Kas Bersih							
Free Cash Flow To Firm		2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	Periode Tetap
<b>EBIT</b>		<b>4,689,268,501,414</b>	<b>5,417,513,208,972</b>	<b>6,258,448,210,806</b>	<b>7,229,529,664,077</b>	<b>8,350,737,887,225</b>	
Beban Bunga		56,193,158,138	69,312,105,856	85,560,906,798	105,577,501,715	130,302,435,423	
<b>EBT</b>		<b>4,745,461,659,552</b>	<b>5,486,825,314,828</b>	<b>6,344,009,117,604</b>	<b>7,335,107,165,792</b>	<b>8,481,040,322,648</b>	
Beban pajak		1,148,385,972,200	1,327,793,516,312	1,548,507,096,490	1,821,394,055,921	2,160,584,699,114	
<b>EAT</b>		<b>3,597,075,687,352</b>	<b>4,159,031,798,516</b>	<b>4,795,502,021,114</b>	<b>5,513,713,109,870</b>	<b>6,320,455,623,534</b>	
Depresiasi dan amortisasi		4,979,007	5,570,725	6,243,131	7,007,229	7,875,522	
Beban bunga (1-t)		42,144,868,604	51,984,079,392	64,170,680,099	79,183,126,286	97,726,826,568	
<i>Capital Expenditure (Capex)</i>		(765,000,000,000)	(1,000,000,000,000)	(1,000,000,000,000)	(1,000,000,000,000)	(1,000,000,000,000)	
Perubahan modal kerja		(940,520,946,420)	(967,937,781,620)	(1,101,018,225,488)	(1,252,395,717,860)	(1,424,585,894,952)	
<b>Arus kas bersih</b>		<b>1,933,704,588,543</b>	<b>2,243,083,667,013</b>	<b>2,758,660,718,856</b>	<b>3,340,507,525,524</b>	<b>3,993,604,430,670</b>	<b>78,503,163,850,528</b>
<b>Tahun</b>		<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>
Pertumbuhan	5%						
WACC	10.34%	10.34%	10.34%	10.34%	10.34%	10.34%	10.34%
Discount Factor		0.9063	0.8213	0.7444	0.6746	0.6114	0.6114
<b>Nilai kini</b>		<b>1,752,471,859,440</b>	<b>1,842,329,572,893</b>	<b>2,053,435,502,602</b>	<b>2,253,492,697,972</b>	<b>2,441,572,762,007</b>	<b>47,994,534,740,808</b>

Nilai usaha		<b>58,337,837,135,722</b>
Interest Bearing Debt		<b>560,277,103,722</b>
Ekuitas		<b>57,777,560,032,000</b>
Lack of Marketability Discount	0%	<b>0</b>
Premium Control	0%	<b>0</b>
Nilai Pasar Wajar Ekuitas		<b>57,777,560,032,000</b>
Target Price		<b>1,232.58</b>

## KESIMPULAN

Dari hasil perhitungan maka dapat disimpulkan beberapa hal:

1. Harga wajar saham PT Kalbe Farma yang dihitung dengan menggunakan *Discounted Cash Flow* dengan pendekatan FCFF adalah Rp.1.232,58; per lembar sahamnya.
2. Harga saham PT Kalbe Farma pada tanggal 2 Desember 2022 adalah Rp. 2.050;. Dengan demikian saat ini Kalbe mengalami *overvalued*.
3. Menelisik sejarah PT Kalbe Farma, meskipun saat ini kondisinya adalah *overvalued* namun sahamnya tetap layak untuk dibeli sebagai investasi karena potensi perkembangan bisnisnya yang cukup menjanjikan.

## REFERENSI

- Achmadi, A., dan Narbuko. (2015). Metodologi Penelitian. Jakarta: Bumi Aksara
- Afna, D., dan Riko, H. (2021). Valuasi Saham Pada Perusahaan Sub Sektor Farmasi Dengan Metode Discounted Cash Flow dan Relative Valuation Pada Periode Tahun 2013-2020. e-Proceeding of Management : Vol.8, No.5 Oktober 2021
- AN Uyung Pramudiarja / detikHealth. (2020). 2 Kasus Positif COVID-19 Runtuhkan Mitos Indonesia “Kebal” Corona. *DetikHealth*. <https://health.detik.com/berita-detikhealth/d-4922757/2-kasus-positif-covid-19-runtuhkan-mitos-indonesia-kebal-corona>
- Boularhmane, I., & Rajae, A. (2016). Valuation of Quarterly Stock Prices: Applying Ethical Principles to Discounted Cash Flow Method. *International Journal of Economics and Financial Issues* , 6(3), 1254-1256.
- Choirunnisak. (2019). Saham Syariah; Teori dan Implementasi. *Islamic Banking*, 4, 283–284.
- Donthu, N., & Gustafsson, A. (2020). Effects of COVID-19 on business and research. In *Journal of Business Research*. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2020.06.008>
- Ersyafdi, I. R., & Fauziyyah, N. (2021). Dampak Covid-19 Terhadap Tren Sektoral Harga Saham Syariah di Indonesia. *Jurnal Iqtisaduna*.
- Kartikaningsih, D. (2020). PENGARUH NILAI TUKAR TERHADAP HARGA SAHAM PERUSAHAAN SEKTOR FOOD AND BEVERAGE DI MASA PANDEMI COVID-19. *BISMA: Jurnal Bisnis Dan Manajemen*. <https://doi.org/10.19184/bisma.v14i2.17862>
- Kramna, E. (2014). Key Input Factors for Discounted Cash Flow Valuations . *WSEAS Transactions on Business and Economics*, 11.
- Lathifah, H. M., Febrianti, D. S., Utami, A. P., Ulhaq, A. A., Tulasmi, T., & Mukti, T. (2021). Dampak Pandemi Covid-19 Terhadap Nilai Harga Saham Syariah di Indonesia. *Jurnal Ilmiah Ekonomi Islam*, 7(1), 223. <https://doi.org/10.29040/jiei.v7i1.1772>
- Mardalis. 2008. Metodologi Penelitian: Suatu Pendekatan Proposal. Jakarta: Bumi Aksara.
- Nazir, Moh. (2014). Metode Penelitian. Bogor: Ghalia Indonesia.
- Rifa'i, M. H., & Junaidi. (2020). Pengaruh peristiwa pandemi COVID-19 terhadap indeks harga saham gabungan. *E-JRA*.
- Saraswati, H. (2020). Dampak Pandemi Covid-19 Terhadap Pasar Modal Di Indonesia: *Al-Kharaj : Jurnal Ekonomi, Keuangan & Bisnis Syariah*, 2(2), 109–138. <https://doi.org/10.47467/alkharaj.v2i4.112>
- Tandelilin, Eduardus. (2010). Portofolio dan Investasi: Teori dan Aplikasi. Edisi 1. Kanisius. Yogyakarta.

- Tempo. (2020, April). Wabah Corona, Sri Mulyani Sebut 8 Industri Ini Berpotensi Cuan. *Tempo.Co*.  
<https://bisnis.tempo.co/read/1328566/wabah-corona-sri-mulyani-sebut-8-industri-ini-berpotensi-cuan/full&view=ok>
- Welley, M. M., Oroh, F. N. S., & Walangitan, M. D. B. (2020). Perbandingan harga saham perusahaan farmasi BUMN sbelum dan sesudah Pengembangan Vaksin Virus Corona (COVID-19). *Jmbi Unsrat*, 7(3), 571–579.
- Widoatmodjo, S. (2001). *Cara Sehat Investasi di Pasar Modal, Pengetahuan Dasar*. Liberty.
- Winarto, Y. (2022). Kontan.co.id. Retrieved from News Setup:  
<https://newssetup.kontan.co.id/news/selama-pandemi-industri-farmasi-catatkan-penjualan-capai-rp-95-triliun?page=all>

### **Profil Penulis**

Veny Anindya, S.E., M.Ec., CSA. adalah seorang dosen di bidang Manajemen Keuangan. Ia juga merupakan seorang pengajar untuk program sertifikasi Registered Security Analyst (RSA). Ia menyelesaikan pendidikan S1 di Universitas Sebelas Maret Surakarta dan pendidikan S2 di Universiti Kebangsaan Malaysia. Minat penelitiannya adalah pada bidang pasar modal. Penulis dapat dihubungi di email: [veny.anindya@matanauniversity.ac.id](mailto:veny.anindya@matanauniversity.ac.id).