



**ANALISIS NILAI INTRINSIK PERUSAHAAN DENGAN MODEL
VALUASI *DISCOUNTED CASH FLOW* (DCF): PERAN
PROFITABILITAS DAN *LEVERAGE* DALAM PEMBENTUKAN
FREE CASH FLOW
(Studi Kasus pada Perusahaan Pertambangan Batubara Yang Terdaftar
di Bursa Efek Indonesia Tahun 2020–2024)**

Mumtaz Mahal, Abdul Rohman¹

Departemen Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
Jl. Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50239, Phone: +6282135240978

ABSTRACT

This study aims to analyze the effect of profitability and leverage on the formation of Free cash flow to Equity (FCFE) and its implications for intrinsic firm value using the Discounted Cash Flow (DCF) valuation approach. The study employs a purposive sampling technique with secondary data obtained from the financial statements of three coal mining companies listed on the Indonesia Stock Exchange during the 2020–2024 period, namely PT Bayan Resources Tbk (BYAN), PT Indo Tambangraya Megah Tbk (ITMG), and PT Bukit Asam Tbk (PTBA). The analysis uses the FCFE-based DCF valuation method through financial statement projections, cash flow estimation, terminal value calculation, and sensitivity analysis under best case, base case, and worst case scenarios.

The study examines changes in profitability through variations in cost of goods sold relative to sales and changes in leverage through adjustments in the company's funding structure. Sensitivity analysis is applied to evaluate the impact of these changes on FCFE generation and intrinsic firm value.

The results indicate that profitability has a positive and significant impact on FCFE and intrinsic firm value, whereas lower profitability reduces both FCFE and firm value. In contrast, leverage shows a relatively limited effect on FCFE and intrinsic firm value under moderate conditions. These findings suggest that profitability is a more dominant factor than leverage in determining a company's ability to generate cash flow and create intrinsic value.

Keywords: Firm Valuation, Discounted Cash Flow, Free cash flow to Equity, Profitability, Leverage, Intrinsic Firm Value, Coal Mining.

PENDAHULUAN

Industri pertambangan batu bara global menghadapi tekanan struktural yang semakin intens akibat kombinasi faktor ekonomi, geopolitik, dan kebijakan lingkungan. Data Refinitiv menunjukkan bahwa harga batu bara global masih berada dalam tren penurunan sejak tahun 2024, didorong oleh melemahnya impor dari empat negara konsumen utama, seperti Tiongkok, India, Jepang, dan Korea Selatan, seiring penguatan komitmen Environmental, Social, and Governance (ESG) di tingkat global (Trading Economics, 2025; DBX Commodities dalam Bloomberg Technoz, 2025). Negara-negara maju seperti Amerika Serikat dan Uni Eropa memperkuat *target net zero emission* sebelum 2050 serta menerapkan *Carbon Border Adjustment Mechanism* (CBAM), yang mempersempit akses pendanaan dan meningkatkan biaya modal bagi perusahaan batu bara (Rahmatika, 2025).

Di tingkat domestik, tekanan tambahan bersumber dari perubahan kebijakan pemerintah Indonesia. Penerapan Harga Batu Bara Acuan (HBA) yang menggantikan

¹ Corresponding author

Indonesian Coal Index (ICI) dinilai menurunkan daya saing ekspor karena dianggap kurang transparan dan cenderung lebih tinggi dibanding ICI, sehingga menimbulkan resistensi dari negara importir utama seperti Tiongkok (Mardiansyah & Rhamadanty, 2025). Selain itu, PP Nomor 18 Tahun 2025 menerapkan skema royalti progresif berkisar 14%–28% bagi perusahaan yang tidak terlibat dalam program hilirisasi, sehingga kenaikan HBA berimplikasi langsung pada peningkatan beban royalti perusahaan (BPK, 2025). Perbedaan skema kebijakan antar perusahaan ini menghasilkan variasi kinerja keuangan yang signifikan dan memperparah ketidakpastian penciptaan nilai jangka panjang.

Dalam perspektif manajemen keuangan, nilai perusahaan merupakan tujuan utama karena mencerminkan kesejahteraan pemegang saham (Brealey et al., 2018). Kondisi industri yang ditandai oleh volatilitas harga komoditas, tekanan regulasi, dan transisi energi global menyebabkan *free cash flow* perusahaan batu bara semakin fluktuatif (Nurrahman & Sukarno, 2025), sehingga meningkatkan risiko arus kas dan memengaruhi ekspektasi investor terhadap keberlanjutan kinerja perusahaan (Damodaran, 2012). Dalam konteks ini, pendekatan *Discounted Cash Flow* (DCF) relevan digunakan karena mengestimasi nilai intrinsik berdasarkan proyeksi *free cash flow* masa depan yang didiskontokan dengan tingkat pengembalian yang mencerminkan risiko perusahaan, pendekatan yang sangat sesuai bagi industri dengan karakteristik arus kas yang fluktuatif.

Pembentukan nilai intrinsik dipahami melalui hubungan antara true investor return dan true risk (Brigham & Houston, 2019). Profitabilitas mencerminkan efisiensi operasional dan kapasitas pembentukan *free cash flow*, sementara *leverage* merepresentasikan risiko fundamental arus kas yang memengaruhi stabilitas finansial bagi pemegang saham (Ross et al., 2016). Namun, bukti empiris menunjukkan bahwa keduanya tidak secara langsung menjamin peningkatan nilai intrinsik: perusahaan dengan *leverage* rendah tidak selalu mencerminkan nilai yang lebih tinggi apabila justru meningkatkan *cost of equity* (Anwar et al., 2022), sedangkan *leverage* tinggi dapat mengganggu stabilitas arus kas di tengah volatilitas harga komoditas (Ulandari et al., 2025).

Selain itu, Penman, (2013) menjelaskan bahwa terdapat keterbatasan indikator berbasis pasar dalam mencerminkan nilai intrinsik secara fundamental. Sedangkan, penelitian yang secara spesifik mengkaji peran profitabilitas dan *leverage* dalam pembentukan nilai perusahaan berbasis *free cash flow* melalui kerangka *Discounted Cash Flow* (DCF, khususnya pada industri pertambangan batu bara, masih relatif terbatas. Oleh karena itu, penelitian ini bertujuan menganalisis mekanisme pembentukan nilai intrinsik perusahaan batu bara melalui peran profitabilitas dan *leverage* terhadap *free cash flow* dalam kerangka valuasi *Discounted Cash Flow* (DCF) pada perusahaan pertambangan batu bara yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).

Oleh karena itu, penelitian ini dilakukan untuk menganalisis pengaruh profitabilitas dan *leverage* terhadap pembentukan *free cash flow* serta implikasinya terhadap nilai intrinsik perusahaan menggunakan pendekatan *Discounted Cash Flow* (DCF) pada perusahaan pertambangan batu bara yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2020–2024.

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS

Bagian ini menjelaskan teori yang digunakan dalam penelitian dan kerangka pemikiran yang menggambarkan hubungan antar variabel penelitian.

Modigliani-Miller Theory

Modigliani dan Miller (1958) dalam paper seminalnya "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment" menyatakan bahwa pada kondisi pasar modal sempurna, tanpa pajak, tanpa biaya kebangkrutan, dan dengan informasi simetris, nilai perusahaan ditentukan semata-mata oleh kemampuan asetnya menghasilkan arus kas, bukan oleh struktur modalnya (Brealey et al., 2018). Teori ini kemudian direvisi melalui

paper "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction" (1963), di mana Modigliani dan Miller mengakui bahwa penggunaan utang dapat meningkatkan nilai perusahaan melalui manfaat *tax shield* berupa penghematan pajak atas beban bunga yang bersifat deductible (Damodaran, 2012). Revisi ini menjadi titik tolak pemahaman bahwa *leverage* memiliki peran signifikan dalam pembentukan nilai perusahaan melalui pengaruhnya terhadap arus kas yang tersedia bagi pemegang ekuitas.

Relevansi teori Modigliani-Miller dalam penelitian ini terletak pada premisnya bahwa nilai perusahaan merupakan cerminan dari arus kas yang dihasilkan aset, yang sejalan dengan pendekatan *Discounted Cash Flow* (DCF) dalam estimasi nilai intrinsik. Profitabilitas yang tercermin melalui net income merupakan komponen utama pembentuk *free cash flow*, sementara *debt ratio* sebagai proksi *leverage* memengaruhi besarnya arus kas yang tersedia bagi pemegang ekuitas setelah kewajiban pendanaan dipenuhi. Dengan demikian, profitabilitas dan *leverage* tidak sekadar mencerminkan kinerja keuangan, tetapi secara langsung membentuk *free cash flow* yang menjadi dasar penilaian nilai intrinsik perusahaan.

Dalam konteks perusahaan pertambangan batubara yang bersifat kapital intensif dan rentan terhadap fluktuasi harga komoditas, kemampuan menghasilkan laba serta kebijakan penggunaan utang menjadi faktor penentu utama dalam pembentukan *free cash flow*. Sejalan dengan pandangan Modigliani-Miller, nilai intrinsik perusahaan tambang yang diestimasi melalui model *Discounted Cash Flow* (DCF) pada dasarnya mencerminkan nilai kini seluruh arus kas masa depan bagi pemegang ekuitas, yang dipengaruhi secara langsung oleh efisiensi operasional dan kebijakan struktur modal perusahaan.

Trade-off theory

Trade-off theory yang diperkenalkan oleh Kraus & Litzenberger (1973) menjelaskan bahwa perusahaan dapat mencapai struktur modal optimal dengan menyeimbangkan manfaat *tax shield* dari penggunaan utang terhadap biaya *financial distress* dan biaya agensi. Perusahaan akan cenderung menambah proporsi utang selama manfaat yang diperoleh masih melampaui biaya yang ditimbulkan, dan sebaliknya akan membatasi utang ketika biaya tersebut telah melampaui manfaatnya (Leksono & Mildawati, 2024). Dengan demikian, perusahaan berupaya mempertahankan struktur modal pada tingkat yang ditargetkan guna memaksimalkan nilai pasarnya (Umdiana & Claudia dalam Leksono & Mildawati, 2024).

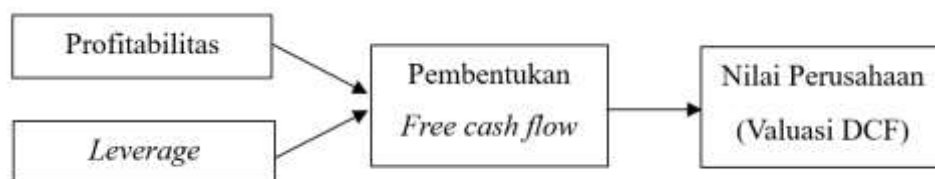
Penggunaan utang memiliki dua implikasi yang berlawanan. Di satu sisi, pembayaran bunga yang bersifat tax-deductible menghasilkan penghematan pajak yang berpotensi meningkatkan nilai perusahaan sekaligus menurunkan *weighted average cost of capital* (Myers dalam Hidayati et al., 2021). Di sisi lain, peningkatan *leverage* juga memperbesar risiko kebangkrutan dan tekanan keuangan (*cost of financial distress*) (Hidayati et al., 2021). Dalam hal ini, perusahaan dengan profitabilitas tinggi memiliki kapasitas yang lebih besar untuk memanfaatkan utang karena kemampuannya yang lebih baik dalam memenuhi kewajiban finansial, meskipun peningkatan utang tersebut tetap membawa risiko keuangan yang lebih tinggi (Noviyanti & Ruslim, 2021).

Dalam konteks pembentukan nilai perusahaan, *trade-off theory* memiliki implikasi langsung terhadap *free cash flow* (FCF). Keputusan pendanaan yang memengaruhi *net borrowing* akan menentukan besarnya arus kas yang tersedia bagi pemegang saham (Damodaran, 2012). FCF yang terbentuk dari keputusan struktur modal tersebut selanjutnya menjadi dasar dalam pendekatan *Discounted Cash Flow* (DCF) untuk mengestimasi nilai intrinsik perusahaan berdasarkan proyeksi arus kas masa depan yang dapat didistribusikan kepada investor.

Kerangka Pemikiran

Kerangka pemikiran penelitian ini disusun untuk menjelaskan proses pembentukan nilai intrinsik perusahaan melalui pendekatan *Discounted Cash Flow* (DCF). Penelitian ini merupakan pengembangan dari Cui (2022) serta Sinaga & Soekarno (2023) yang menggunakan metode DCF dalam valuasi perusahaan, dengan menambahkan profitabilitas dan *leverage* sebagai faktor fundamental dalam pembentukan nilai intrinsik perusahaan. Profitabilitas dan *leverage* diposisikan sebagai variabel yang berkaitan dengan pembentukan *free cash flow*, yang selanjutnya menjadi dasar dalam perhitungan nilai intrinsik perusahaan melalui metode DCF. Dengan demikian, *free cash flow* berperan sebagai mekanisme yang menjembatani peran profitabilitas dan *leverage* dalam proses pembentukan nilai intrinsik perusahaan.

Gambar 1
Kerangka Pemikiran



METODE PENELITIAN

Bagian ini menjelaskan variabel penelitian, populasi dan sampel penelitian, variabel-variabel yang digunakan beserta pengukurannya, serta model penelitian.

Variabel Penelitian

Penelitian ini menggunakan tiga jenis variabel, yaitu variabel independen, variabel *intervening*, dan variabel dependen. Profitabilitas (ROE) dan *leverage* (DER) digunakan sebagai variabel independen yang merepresentasikan kondisi fundamental perusahaan. Selanjutnya, *free cash flow* digunakan sebagai variabel *intervening* yang menjembatani peran profitabilitas dan *leverage* dalam proses pembentukan nilai intrinsik perusahaan. Sementara itu, nilai intrinsik perusahaan digunakan sebagai variabel dependen dalam penelitian ini.

Populasi dan Sampel

Populasi pada penelitian ini merupakan mencakup perusahaan pertambangan batu bara yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2020 s.d. 2024. Penentuan periode tersebut dimaksudkan untuk memperoleh data historis yang cukup panjang guna mendukung analisis kinerja keuangan dan proyeksi yang didasarkan pada pertimbangan metodologis bahwa pendekatan valuasi *Discounted Cash Flow* (DCF), data historis digunakan sebagai tahun dasar untuk menyusun aumsi dan proyeksi arus kas masa depan. Penelitian ini memakai *purposive sampling* dengan kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan memiliki data keuangan yang lengkap dan konsisten selama periode 2020–2024, khususnya data yang diperlukan untuk perhitungan *free cash flow* dan proyeksi pendapatan.
2. Perusahaan termasuk perusahaan besar dalam subsektor batu bara dengan kapitalisasi pasar di atas Rp30 triliun.
3. Perusahaan menunjukkan kontinuitas operasi pertambangan batu bara selama periode 2020–2024.
4. Perusahaan telah terdaftar di BEI minimal sejak tahun 2020 untuk memastikan ketersediaan data historis yang memadai.

Variabel dan Pengukuran

Penelitian ini menggunakan variabel independen berupa struktur modal, ukuran perusahaan, keputusan investasi, dan kebijakan dividen serta variabel dependen berupa nilai perusahaan.

Tabel 1
Variabel & Pengukurannya

Variabel	Simbol	Pengukuran
Variabel Dependen		
Nilai Perusahaan	IV	Nilai intrinsik per saham hasil valuasi DCF
Variabel Intervening		
<i>Free cash flow</i>	FCFE	<i>Cash from operations – CapEx + Net borrowing</i>
Variabel Independen		
Profitabilitas	ROE	Laba / Ekuitas Pemegang Saham
<i>Leverage</i>	DER	Total Utang / Total Ekuitas

Sumber: Data Sekunder (2020-2024)

Metode Penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan metode valuasi *Discounted Cash Flow* (DCF) dengan model *Free cash flow to Equity* (FCFE) untuk menghitung nilai intrinsik perusahaan. Model DCF-FCFE dipilih karena secara langsung merepresentasikan arus kas yang tersedia bagi pemegang saham setelah memperhitungkan belanja modal dan kebijakan pendanaan, sehingga profitabilitas yang mencerminkan kemampuan menghasilkan arus kas, dan *leverage* yang memengaruhi besarnya arus kas yang dapat didistribusikan, keduanya terefleksikan secara fundamental dalam nilai intrinsik perusahaan.

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+k)^t}$$

Keterangan:

V_0 = nilai intrinsik perusahaan pada saat ini

FCF_t = estimasi arus kas bebas pada tahun ke- t

t = jumlah tahun dalam periode estimasi

n = jumlah total periode proyeksi arus kas

k = tingkat diskonto atau tingkat pengembalian yang diisyaratkan

Proses valuasi diawali dengan pengolahan laporan keuangan historis periode 2020–2024 sebagai dasar identifikasi tren kinerja dan penyusunan asumsi proyeksi. Kinerja keuangan kemudian diproyeksikan selama lima tahun ke depan (2025–2029), proyeksi selama lima tahun dipilih karena dinilai representatif sekaligus membatasi ketidakpastian proyeksi jangka panjang (Asquith & Weiss, 2016).

$$FCFE = \text{Cash from operations} - \text{CapEx} + \text{Net borrowing}$$

Selanjutnya, *cost of equity* dihitung menggunakan model *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) (Damodaran, 2012). Seluruh proyeksi FCFE kemudian didiskontokan ke nilai kini menggunakan *cost of equity*, dengan *terminal value* pada akhir periode proyeksi dihitung menggunakan model pertumbuhan stabil. Total nilai ekuitas diperoleh dengan

menjumlahkan nilai kini FCFE selama periode proyeksi dan nilai kini *terminal value*, yang selanjutnya dibagi jumlah saham beredar untuk memperoleh nilai intrinsik per saham.

Untuk menangkap sensitivitas nilai perusahaan terhadap perubahan profitabilitas dan *leverage*, penelitian ini menggunakan pendekatan tiga skenario proyeksi. *Base scenario* disusun berdasarkan tren historis tanpa penyesuaian signifikan. *Best scenario* memodelkan penurunan beban pokok penjualan sebesar 10% dari *base case* sebagai cerminan efisiensi operasional, disertai peningkatan proporsi ekuitas dalam struktur pendanaan sebesar 10%. *Worst scenario* sebaliknya memodelkan kenaikan beban pokok penjualan 10% yang mencerminkan tekanan biaya produksi, disertai penurunan proporsi ekuitas sebesar 10%. Melalui pendekatan skenario ini, perubahan profitabilitas akan memengaruhi nilai perusahaan melalui perubahan laba bersih dan kapasitas pembentukan kas, sementara perubahan *leverage* memengaruhi nilai melalui arus kas pendanaan yang terkait penggunaan dan pelunasan utang, sehingga analisis sensitivitas nilai intrinsik terhadap kedua variabel utama penelitian dapat dilakukan secara komprehensif.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Bagian hasil penelitian dan pembahasan berisi penjelasan pemilihan sampel dan hasil temuan yang meliputi perhitungan valuasi nilai perusahaan dan analisis skenario peran profitabilitas dan *leverage* terhadap nilai intrinsik perusahaan melalui pembentukan *free cash flow*.

Deskripsi Sampel Penelitian

Penelitian ini menggunakan sumber data sekunder. Populasi yang digunakan terdiri dari perusahaan KOMPAS100 yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia pada tahun 2021-2023 yang dipilih dan diseleksi dengan metode *purposive sampling*.

Tabel 3
Pemilihan Sampel

No.	Keterangan	Jumlah
1.	Jumlah perusahaan awal	34
2.	Perusahaan yang tidak terdaftar di Bursa Efek Indonesia minimal sejak 2020	(7)
3.	Perusahaan yang memiliki kapitalisasi pasar kurang dari Rp30 triliun	(19)
4.	Perusahaan yang tidak menunjukkan kontinuitas operasi pertambangan batu bara selama periode penelitian 2020 – 2024	(3)
5.	Perusahaan yang tidak memenuhi kriteria data yang dibutuhkan dalam perhitungan <i>free cash flow</i> dan proyeksi pendapatan	(2)
Jumlah sampel akhir yang digunakan		3

Sumber: Bursa Efek Indonesia, IDN Finance, Laporan Tahunan Perusahaan

Perhitungan Valuasi Nilai Perusahaan

Valuasi nilai perusahaan dilakukan menggunakan metode *Discounted Cash Flow* (DCF) dengan model *Free cash flow to Equity* (FCFE) pada PT Bayan Resources Tbk (BYAN), PT Indo Tambangraya Megah Tbk (ITMG), dan PT Bukit Asam Tbk (PTBA). Perhitungan diawali dengan penyusunan proyeksi FCFE periode 2025–2029 yang didasarkan pada proyeksi laporan laba rugi, neraca, dan arus kas perusahaan. Proyeksi pendapatan disusun berdasarkan estimasi harga dan volume penjualan batu bara serta pertumbuhan historis segmen non-batu bara, sedangkan proyeksi beban, pendapatan dan beban bunga, serta komponen keuangan lainnya menggunakan pendekatan *moving average*

berdasarkan data historis perusahaan. Seluruh FCFE yang dihasilkan kemudian didiskontokan menggunakan *cost of equity* yang dihitung melalui pendekatan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) dengan mempertimbangkan *risk-free rate*, beta saham, dan *equity risk premium*.

Tabel 4
Proyeksi dan Present Value EFCFE

Tahun	BYAN (<i>In USD</i>)	ITMG (<i>In USD Th</i>)	PTBA (<i>In IDR Mn</i>)
2025	1.056.895.038	294.093	8.073.432
2026	1.200.053.089	172.932	11.073.028
2027	964.739.225	265.778	9.186.536
2028	750.569.678	257.075	9.010.424
2029	697.244.165	189.017	7.819.466
Σ PV FCFE	4.669.501.196	1.178.895	45.162.886

Sumber: Laporan Keuangan BYAN, ITMG, PTBA Tbk 2020–2024 (data diolah menggunakan Microsoft Excel) (2026)

PT Bayan Resources Tbk menghasilkan total present value FCFE tertinggi sebesar USD 4.669.501.196, diikuti oleh PT Bukit Asam Tbk sebesar Rp45.162.886 juta dan PT Indo Tambangraya Megah Tbk sebesar USD 1.178.895 ribu. Selama periode proyeksi, FCFE ketiga perusahaan menunjukkan tren yang cenderung menurun setelah mencapai nilai tertinggi pada awal periode proyeksi. Pada BYAN, FCFE meningkat dari USD 1.056.895.038 pada tahun 2025 menjadi USD 1.200.053.089 pada tahun 2026, kemudian menurun hingga USD 697.244.165 pada tahun 2029. Pola serupa terlihat pada ITMG dan PTBA yang menunjukkan penurunan FCFE pada akhir periode proyeksi. Hasil tersebut menunjukkan bahwa kemampuan perusahaan dalam menghasilkan arus kas bagi pemegang saham masih berada pada tingkat yang positif, meskipun diproyeksikan mengalami normalisasi seiring asumsi pertumbuhan yang lebih konservatif pada periode mendatang.

Selanjutnya, dilakukan perhitungan *terminal value* untuk merepresentasikan nilai perusahaan setelah periode proyeksi eksplisit berakhir. Perhitungan *terminal value* menggunakan asumsi *terminal growth rate* yang mempertimbangkan pertumbuhan konsumsi listrik nasional, pertumbuhan penduduk, perkembangan industri logistik, dan *sustainable growth rate* perusahaan. Nilai kini FCFE dan nilai kini *terminal value* kemudian dijumlahkan untuk memperoleh nilai ekuitas perusahaan yang selanjutnya dibagi dengan jumlah saham beredar guna menghasilkan nilai intrinsik saham.

Tabel 5
Ringkasan Hasil Valuasi DCF-FCFE

Perusahaan	PV <i>Stage 1 Cash Flow</i>	PV <i>Terminal Value</i>	Nilai Ekuitas	Nilai Intrinsik Perusahaan
BYAN	79.054.655	1.780.356.190	371.882.169	11.157
ITMG	19.958.685	247.448.974	26.740.766	23.812
PTBA	47.787.979	1.982.939.835	26.495.449	2.301

Sumber: Laporan Keuangan BYAN, ITMG, PTBA Tbk 2020–2024 (data diolah menggunakan Microsoft Excel) (2026)

PT Indo Tambangraya Megah Tbk memiliki nilai intrinsik tertinggi sebesar Rp23.812 per saham, diikuti PT Bayan Resources Tbk sebesar Rp11.157 per saham dan PT Bukit Asam Tbk sebesar Rp2.301 per saham. Perbedaan nilai intrinsik tersebut menunjukkan adanya perbedaan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan *free cash flow* bagi pemegang saham selama periode proyeksi maupun periode terminal. Selain nilai kini FCFE,

kontribusi terminal value juga menjadi komponen penting dalam pembentukan nilai perusahaan karena merepresentasikan ekspektasi arus kas jangka panjang. Secara keseluruhan, hasil valuasi menunjukkan bahwa kemampuan perusahaan menghasilkan *free cash flow* merupakan faktor utama yang membentuk nilai intrinsik perusahaan dalam pendekatan DCF-FCFE.

Analisis Skenario Peran Profitabilitas

Tabel 6
Hasil Analisis Skenario Profitabilitas

Perusahaan	Skenario	Perubahan BPP	FCFE 2029F (dalam juta Rupiah)
BYAN	<i>Best Case</i>	Penurunan 10% dari <i>base case</i>	20.183.479
	<i>Base Case</i>	0% (asumsi dasar)	18.050.830
	<i>Worst Case</i>	Peningkatan 10% dari <i>base case</i>	15.681.221
ITMG	<i>Best Case</i>	Penurunan 10% dari <i>base case</i>	6.077.179
	<i>Base Case</i>	0% (asumsi dasar)	4.865.672
	<i>Worst Case</i>	Peningkatan 10% dari <i>base case</i>	3.519.552
PTBA	<i>Best Case</i>	Penurunan 10% dari <i>base case</i>	13.214.542
	<i>Base Case</i>	0% (asumsi dasar)	10.924.016
	<i>Worst Case</i>	Peningkatan 10% dari <i>base case</i>	8.380.097

Sumber: Laporan Keuangan BYAN, ITMG, PTBA Tbk 2020–2024 (data diolah menggunakan Microsoft Excel) (2026)

Berdasarkan hasil perhitungan, peningkatan profitabilitas pada skenario best case secara konsisten meningkatkan FCFE pada seluruh perusahaan sampel, sedangkan penurunan profitabilitas pada skenario worst case menurunkan FCFE. PT Bayan Resources Tbk mengalami peningkatan FCFE dari Rp18.050.830 juta pada base case menjadi Rp20.183.479 juta pada best case, dan menurun menjadi Rp15.681.221 juta pada worst case. PT Bukit Asam Tbk menunjukkan pola serupa dengan FCFE sebesar Rp10.924.016 juta pada base case, meningkat menjadi Rp13.214.542 juta pada best case, dan menurun menjadi Rp8.380.097 juta pada worst case. Sementara itu, PT Indo Tambangraya Megah Tbk menunjukkan sensitivitas tertinggi, dengan FCFE meningkat dari Rp4.865.672 juta menjadi Rp6.077.179 juta pada best case dan turun menjadi Rp3.519.552 juta pada worst case. Hasil tersebut menunjukkan bahwa perubahan profitabilitas secara langsung tercermin pada kemampuan perusahaan dalam menghasilkan arus kas yang tersedia bagi pemegang saham.

Analisis Skenario Peran Leverage

Tabel 7
Hasil Analisis Skenario Leverage

Perusahaan	Skenario	Perubahan Persentase Ekuitas Terhadap Struktur Pendanaan	FCFE 2029F (dalam juta Rupiah)
BYAN	<i>Best Case</i>	Peningkatan 10% dari <i>base case</i>	18.099.167
	<i>Base Case</i>	0% (asumsi dasar)	18.050.830
	<i>Worst Case</i>	Penurunan 10% dari <i>base case</i>	17.997.123
ITMG	<i>Best Case</i>	Peningkatan 10% dari <i>base case</i>	4.866.870
	<i>Base Case</i>	0% (asumsi dasar)	4.865.672



	<i>Worst Case</i>	Penurunan 10% dari <i>base case</i>	4.863.341
PTBA	<i>Best Case</i>	Peningkatan 10% dari <i>base case</i>	10.641.540
	<i>Base Case</i>	0% (asumsi dasar)	10.924.016
	<i>Worst Case</i>	Penurunan 10% dari <i>base case</i>	11.237.878

Sumber: Laporan Keuangan BYAN, ITMG, PTBA Tbk 2020–2024 (data diolah menggunakan Microsoft Excel) (2026)

Secara komparatif, perubahan *leverage* hanya menghasilkan perubahan FCFE yang relatif kecil pada seluruh perusahaan sampel. PT Bayan Resources Tbk menunjukkan FCFE sebesar Rp18.050.830 juta pada base case, meningkat tipis menjadi Rp18.099.167 juta pada best case, dan menurun menjadi Rp17.997.123 juta pada worst case. PT Indo Tambangraya Megah Tbk juga menunjukkan pola serupa, dengan FCFE berubah dari Rp4.865.672 juta pada base case menjadi Rp4.866.870 juta pada best case dan Rp4.863.341 juta pada worst case. Sementara itu, PT Bukit Asam Tbk menunjukkan pola yang berbeda, di mana FCFE menurun menjadi Rp10.641.540 juta pada best case dan meningkat menjadi Rp11.237.878 juta pada worst case. Hasil tersebut menunjukkan bahwa *leverage* tidak memberikan pengaruh yang konsisten maupun signifikan terhadap FCFE, sehingga belum dapat dianggap sebagai faktor utama dalam pembentukan arus kas perusahaan pada penelitian ini.

Analisis Skenario Peran Profitabilitas dan *Leverage* Terhadap Nilai Perusahaan

Tabel 8
Hasil Analisis Skenario Profitabilitas Terhadap Nilai Intrinsik Perusahaan

Perusahaan	Skenario	FCFE 2029F (dalam juta Rupiah)	Nilai Perusahaan (dalam Rupiah)
BYAN	<i>Best Case</i>	20.183.479	12.468
	<i>Base Case</i>	18.050.830	11.157
	<i>Worst Case</i>	15.681.221	9.699
ITMG	<i>Best Case</i>	6.077.179	29.838
	<i>Base Case</i>	4.865.672	23.812
	<i>Worst Case</i>	3.519.552	17.116
PTBA	<i>Best Case</i>	13.214.542	2.784
	<i>Base Case</i>	10.924.016	2.301
	<i>Worst Case</i>	8.380.097	1.765

Sumber: Laporan Keuangan BYAN, ITMG, PTBA Tbk 2020–2024 (data diolah menggunakan Microsoft Excel) (2026)

Hasil perhitungan menunjukkan hubungan yang konsisten antara FCFE dan nilai perusahaan pada seluruh sampel. PT Bayan Resources Tbk mengalami kenaikan nilai perusahaan dari Rp11.157 pada base case menjadi Rp12.468 pada best case seiring peningkatan FCFE dari Rp18.050.830 juta menjadi Rp20.183.479 juta, serta penurunan menjadi Rp9.699 pada worst case ketika FCFE turun menjadi Rp15.681.221 juta. Pola serupa terlihat pada PT Indo Tambangraya Megah Tbk dengan nilai perusahaan meningkat dari Rp23.812 menjadi Rp29.838 dan turun menjadi Rp17.116, serta pada PT Bukit Asam Tbk yang meningkat dari Rp2.301 menjadi Rp2.784 dan menurun menjadi Rp1.765. Hasil tersebut menunjukkan bahwa peningkatan FCFE diikuti oleh peningkatan nilai intrinsik perusahaan, sedangkan penurunan FCFE menyebabkan penurunan nilai intrinsik.

Tabel 9
Hasil Analisis Skenario *Leverage* Terhadap Nilai Intrinsik Perusahaan

Perusahaan	Skenario	FCFE 2029F (dalam juta Rupiah)	Nilai Perusahaan (dalam Rupiah)
BYAN	<i>Best Case</i>	18.099.167	11.183
	<i>Base Case</i>	18.050.830	11.157
	<i>Worst Case</i>	17.997.123	11.127
ITMG	<i>Best Case</i>	4.866.870	23.814
	<i>Base Case</i>	4.865.672	23.812
	<i>Worst Case</i>	4.863.341	23.810
PTBA	<i>Best Case</i>	10.641.540	2.241
	<i>Base Case</i>	10.924.016	2.301
	<i>Worst Case</i>	11.237.878	2.368

Sumber: Laporan Keuangan BYAN, ITMG, PTBA Tbk 2020–2024 (data diolah menggunakan Microsoft Excel) (2026)

Pada skenario *leverage*, perubahan FCFE dan nilai perusahaan tetap menunjukkan arah yang sama, meskipun besarnya perubahan relatif kecil dibandingkan skenario profitabilitas. PT Bayan Resources Tbk mengalami kenaikan nilai perusahaan dari Rp11.157 menjadi Rp11.183 seiring peningkatan FCFE dari Rp18.050.830 juta menjadi Rp18.099.167 juta, dan penurunan menjadi Rp11.127 ketika FCFE turun menjadi Rp17.997.123 juta. Pola serupa terlihat pada PT Indo Tambangraya Megah Tbk dengan perubahan nilai perusahaan yang relatif terbatas. Sementara itu, PT Bukit Asam Tbk menunjukkan pola yang berbeda, di mana penurunan FCFE menjadi Rp10.641.540 juta diikuti penurunan nilai perusahaan menjadi Rp2.241, sedangkan peningkatan FCFE menjadi Rp11.237.878 juta diikuti kenaikan nilai perusahaan menjadi Rp2.368. Secara keseluruhan, hasil penelitian menunjukkan bahwa perubahan FCFE selalu diikuti oleh perubahan nilai perusahaan dalam arah yang sama, baik pada skenario profitabilitas maupun *leverage*, meskipun pengaruh *leverage* terhadap nilai perusahaan cenderung lebih kecil.

Peran Profitabilitas terhadap Pembentukan *Free cash flow*

Hasil analisis skenario menunjukkan bahwa perubahan profitabilitas selalu diikuti oleh perubahan FCFE pada seluruh perusahaan sampel. Peningkatan profitabilitas pada best scenario meningkatkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan arus kas, sedangkan penurunan profitabilitas pada worst scenario menyebabkan penurunan FCFE melalui berkurangnya laba bersih sebagai komponen utama pembentuk arus kas. Temuan ini sejalan dengan Teori Modigliani-Miller yang menyatakan bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh kemampuan aset dalam menghasilkan arus kas (Brealey et al., 2018), di mana profitabilitas yang tinggi menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan *free cash flow* yang lebih besar dan berkelanjutan.

Perbedaan sensitivitas antarperusahaan juga terlihat dalam hasil penelitian. Perusahaan dengan efisiensi operasional yang lebih baik, seperti ITMG, menunjukkan perubahan FCFE yang lebih besar ketika profitabilitas berubah. Secara keseluruhan, profitabilitas menjadi salah satu faktor utama dalam pendekatan valuasi berbasis DCF karena berpengaruh langsung terhadap pembentukan FCFE dan nilai perusahaan.

Peran *Leverage* terhadap Pembentukan *Free cash flow*

Hasil analisis menunjukkan bahwa *leverage* berpengaruh terhadap FCFE, namun pengaruhnya relatif lebih kecil dibandingkan profitabilitas. Pada sebagian besar perusahaan sampel, perubahan *leverage* dalam rentang yang moderat tidak menghasilkan perubahan

FCFE yang signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa struktur modal yang relatif stabil menyebabkan perubahan proporsi utang maupun ekuitas belum memberikan dampak yang besar terhadap arus kas perusahaan.

Dalam pendekatan FCFE, *leverage* memengaruhi arus kas melalui komponen *net borrowing*, sehingga pengaruhnya terhadap arus kas pemegang saham cenderung tidak langsung. BYAN dan ITMG menunjukkan perubahan FCFE yang relatif kecil antar skenario *leverage*, yang mengindikasikan bahwa struktur modal keduanya berada pada kondisi yang relatif stabil. Sementara itu, PTBA menunjukkan pola yang berbeda, di mana peningkatan *leverage* diikuti oleh peningkatan FCFE akibat bertambahnya komponen *net borrowing*, meskipun peningkatan tersebut lebih disebabkan oleh perubahan struktur pendanaan dibandingkan perbaikan kinerja operasional.

Temuan ini dapat dijelaskan melalui Teori Modigliani-Miller dan *trade-off theory*. Stabilitas nilai pada sebagian besar perusahaan menunjukkan bahwa kemampuan menghasilkan *free cash flow* lebih dipengaruhi oleh kinerja aset dibandingkan struktur pendanaannya (Brealey et al., 2018). Sementara itu, pada PTBA, tambahan utang masih memberikan manfaat dalam meningkatkan FCFE sebelum biaya dan risiko keuangan menjadi lebih dominan. Dengan demikian, *leverage* tetap memiliki peran dalam menentukan nilai perusahaan, meskipun pengaruhnya dalam kondisi perubahan yang moderat tidak sebesar profitabilitas.

Peran Profitabilitas dan *Leverage* terhadap Nilai Perusahaan melalui Pembentukan *Free cash flow*

Hasil penelitian menunjukkan bahwa perubahan FCFE selalu diikuti oleh perubahan nilai intrinsik dalam arah yang sama pada pendekatan DCF, yang menunjukkan bahwa FCFE merupakan komponen utama dalam pembentukan nilai perusahaan. Pada skenario profitabilitas, peningkatan laba bersih mendorong kenaikan FCFE yang kemudian meningkatkan nilai intrinsik perusahaan. Sebaliknya, penurunan profitabilitas menyebabkan FCFE menurun sehingga nilai perusahaan juga mengalami penurunan. Hasil ini sejalan dengan Teori Modigliani-Miller yang menyatakan bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh kemampuan aset dalam menghasilkan arus kas bagi pemegang saham. Temuan ini juga konsisten dengan penelitian Noviyanti & Ruslim (2021), Kusuma & Nawangsari (2025), Leksono & Mildawati (2024), serta Chynthiawati & Jonnardi (2022) yang menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Pada skenario *leverage*, perubahan nilai intrinsik juga mengikuti perubahan FCFE, meskipun dengan tingkat sensitivitas yang lebih rendah. *Leverage* memengaruhi nilai perusahaan melalui komponen *net borrowing* dalam perhitungan FCFE, sehingga perubahan struktur pendanaan dapat meningkatkan atau menurunkan arus kas yang tersedia bagi pemegang saham. Pada PTBA, peningkatan *leverage* yang diikuti kenaikan FCFE dan nilai intrinsik menunjukkan bahwa tambahan utang masih mampu meningkatkan arus kas pemegang saham tanpa meningkatkan risiko keuangan secara berlebihan, sejalan dengan *trade-off theory* yang menyatakan bahwa nilai optimal tercapai ketika manfaat utang masih lebih besar dibandingkan risiko yang ditimbulkan (Mardani et al., 2023).

Secara keseluruhan, profitabilitas dan *leverage* memengaruhi nilai perusahaan melalui pembentukan *free cash flow*, namun dengan tingkat pengaruh yang berbeda. Profitabilitas memiliki pengaruh yang lebih dominan karena secara langsung memengaruhi laba bersih dan kemampuan perusahaan menghasilkan arus kas, sedangkan *leverage* berperan melalui perubahan struktur pendanaan dengan pengaruh yang relatif lebih terbatas. Hasil ini menunjukkan bahwa pengelolaan profitabilitas dan *leverage* yang baik dapat mendukung pembentukan FCFE yang optimal sehingga berkontribusi terhadap peningkatan nilai intrinsik perusahaan dalam pendekatan valuasi DCF.



KESIMPULAN

Bagian ini berisi kesimpulan penelitian, keterbatasan penelitian, dan saran untuk penelitian kedepannya.

Kesimpulan

Berdasarkan hasil penelitian, peneliti menyusun kesimpulan, antara lain:

- 1) Peningkatan profitabilitas secara konsisten mendorong peningkatan *free cash flow to equity* (FCFE).
- 2) Peran perubahan *leverage* terhadap FCFE cenderung terbatas dan dipengaruhi oleh struktur pendanaan awal perusahaan.
- 3) Perubahan *free cash flow*, baik yang disebabkan oleh perubahan profitabilitas maupun *leverage*, diikuti oleh perubahan nilai intrinsik perusahaan dengan arah yang sama.
- 4) Perubahan profitabilitas memiliki peran yang lebih dominan terhadap nilai perusahaan dibandingkan *leverage*.

Keterbatasan

Peneliti mengakui adanya sejumlah kendala yang dihadapi selama proses penelitian, di antaranya:

- 1) Penelitian ini menggunakan skenario perubahan moderat sebesar 10%, sehingga belum mencerminkan kondisi ekstrem yang dapat memberikan dampak yang lebih besar terhadap *free cash flow* dan nilai perusahaan.
- 2) Model valuasi yang digunakan berbasis FCFE sangat bergantung pada asumsi proyeksi.
- 3) Perubahan *leverage* dalam penelitian ini tidak disertai dengan penyesuaian terhadap *cost of equity*, sehingga pengaruh risiko finansial terhadap nilai perusahaan belum sepenuhnya tercermin.

Saran

Berdasarkan temuan yang didapat dalam studi ini, terdapat saran yang bisa dipertimbangkan oleh berbagai pihak, tercermin dari keterbatasan yang ditemukan.

- 1) Bagi Penelitian Selanjutnya
 1. Menggunakan variasi skenario yang lebih luas, termasuk kondisi ekstrem, serta mempertimbangkan perubahan risiko secara lebih eksplisit melalui penyesuaian *cost of equity* dalam merespons perubahan *leverage*.
 2. Memperluas cakupan dengan menambahkan variabel lain yang memengaruhi *free cash flow* maupun menggunakan pendekatan valuasi lain sebagai pembanding.
- 2) Bagi Investor

Investor diharapkan dapat lebih menekankan analisis pada kinerja profitabilitas dan *free cash flow* dalam menilai nilai intrinsik perusahaan. Hal ini dikarenakan kedua faktor tersebut lebih mampu mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menciptakan nilai secara berkelanjutan.

- 3) Bagi Manajemen

Manajemen perusahaan diharapkan dapat lebih memfokuskan perhatian pada upaya peningkatan profitabilitas melalui efisiensi operasional dan pengendalian biaya. Hal ini penting mengingat profitabilitas memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *free cash flow* dan nilai perusahaan. Selain itu, pengelolaan *leverage* juga perlu dilakukan secara hati-hati agar tetap berada pada tingkat yang optimal serta tidak menimbulkan risiko finansial yang berlebihan bagi perusahaan.



REFERENSI

- Anwar, V., Lewangka, O., Pahlevy, C., & Sobarsyah. (2022). Effect of Capital Structure, Business Risk and Competitive Advantage on Financial Performance of Coal Mining in Indonesia. *International Journal Of All Research Writings*, 3(7), 1–9.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Marcus, A. J. (2018). *Fundamental of Corporate Finance*. Mc Graw-Hill.
- Brigham, E. F. ., & Houston, J. F. . (2019). *Fundamentals of financial management*. Cengage.
- Chynthiawati, L., & Jonnardi. (2022). Pengaruh Profitabilitas, Leverage, Pertumbuhan Perusahaan, dan Likuiditas Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Multiparadigma Akuntansi*, Vol. 4 No. 4/2022, 1598–1599.
- Cui, Z. (2022). *Applying DCF Model on Corporate Valuation: Influence of Leverage on Value-A Case Study of Netflix, Inc.*
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*.
- Hidayati, A., Lakoni, I., & Seventeen, W. L. (2021). Analisis Hubungan Struktur Modal Berdasarkan Trade Off Theory Dan Pecking Order Theory pada Sektor Perbankan Yang Terdaftar Pada Indeks LQ 45. 8(3), 1–15.
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A STATE-PREFERENCE MODEL OF OPTIMAL FINANCIAL LEVERAGE. *The Journal of Finance*, 28(4), 911–922. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1973.tb01415.x>
- Kusuma, A. S., & Nawangsari, A. T. (2025). PENGARUH EFISIENSI BIAYA OPERASIONAL DAN LEVERAGE KEUANGAN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN BATU BARA YANG TERDAFTAR DI BEI PERIODE 2021-2024. *Jurnal Ilmiah Ekonomi Dan Manajemen (JIEM)*, 3, 236–242. <https://doi.org/https://doi.org/10.61722/jiem.v3i12.7432>
- Leksono, A. E. P., & Mildawati, T. (2024). PENGARUH STRUKTUR MODAL, LEVERAGE, PROFITABILITAS, DAN LIKUIDITAS TERHADAP NILAI PERUSAHAAN. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*, 13.
- Mardani, R. M., Moeljadi, M., Sumiati, S., & Indrawati, N. K. (2023). *The Determinants Of Capital Structure: Trade-Off Theory Vs Pecking Order Theory* (pp. 140–165). https://doi.org/10.2991/978-2-38476-204-0_13
- Mardiansyah, D., & Rhamadanty, S. (2025, March 3). *Pembeli dari China Menolak HBA Baru*. Kontan.Co.Id. <https://insight.kontan.co.id/news/pembeli-dari-china-menolak-hba-baru>
- Noviyanti, D., & Ruslim, H. (2021). PENGARUH STRUKTUR MODAL, PROFITABILITAS, RASIO AKTIVITAS TERHADAP NILAI PERUSAHAAN. *Jurnal Manajerial Dan Kewirausahaan*, 3 No. 1/2021(Vol. 3 No. 1 (2021): Jurnal Manajerial dan Kewirausahaan), 34–41. <https://doi.org/https://doi.org/10.24912/jmk.v3i1.11285>
- Nurrahman, A. R., & Sukarno, S. (2025). The Role of Macroeconomics and Financial Performance in Shaping Stock Returns: Evidence From the Coal Industry on the Indonesia Stock Exchange. *Eduvest-Journal of Universal Studies*, 5. <http://eduvest.greenvest.co.id>
- Penman, S. H. . (2013). *Financial statement analysis and security valuation*. McGraw-Hill Irwin.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan, B. D. (2016). *Fundamentals of CORPORATE FINANCE*.



- Sinaga, D. A., & Soekarno, S. (2023). Research and Review Company Valuation of PT Adaro Energy Indonesia Due to the Coal Price Volatility. *International Journal of Current Science*. <https://doi.org/10.47191/ijcsrr/V6-i7-148>
- Ulandari, S., Suhardi, & Hidayati, N. (2025). Determination of Profitability of Coal Mining Companies: the Role of Leverage, Liquidity, and Sales Growth. *Daengku: Journal of Humanities and Social Sciences Innovation*, 5(1), 9–16. <https://doi.org/10.35877/454ri.daengku3744>