

Analisis Valuasi Saham Bank Digital di Indonesia Menggunakan Model *Discounted Cash Flow* (DCF) – *Free Cash Flow to Equity* (FCFE) Sebagai Dasar Keputusan Investasi

Dhoni Ikhsan Widodo

Universitas Paramadina, DKI Jakarta, Indonesia, dhoniikhsan8@gmail.com

Corresponding Author: dhoniikhsan8@gmail.com

Abstract: *Stock valuation plays an important role in investment decision-making, particularly in Indonesia's digital banking sector, which is still in a growth phase and characterized by relatively high risk and uncertainty. This study aims to assess the fair value of digital bank stocks listed on the Indonesia Stock Exchange using a fundamental valuation approach based on Discounted Cash Flow (DCF) with the Free Cash Flow to Equity (FCFE) model as the basis for investment recommendations. The research sample consists of six digital banking issuers: AMAR.JK, ARTO.JK, BBYB.JK, BBHI.JK, AGRO.JK, and BBSI.JK. The study employs secondary data in the form of audited annual financial statements and historical stock price data. The analysis involves estimating FCFE, determining the expected growth rate using a Return on Equity (ROE) and retention ratio approach, and calculating the cost of equity using the Capital Asset Pricing Model (CAPM). Stock beta is estimated through regression analysis of weekly stock returns against market returns and adjusted using the Blume method to improve stability. The intrinsic value of each stock is obtained by summing the present value of projected FCFE over a five-year period and the terminal value. The results indicate that AMAR.JK, ARTO.JK, BBYB.JK, and BBSI.JK are undervalued, BBHI.JK is overvalued, while AGRO.JK is marginally overvalued and therefore more appropriately classified as a hold. These findings suggest that the DCF–FCFE approach provides a comprehensive estimation of the fundamental value of digital bank stocks and can serve as a rational basis for investment decision-making.*

Keywords: *Stock Valuation, DCF–FCFE, Digital Banking, Intrinsic Value, Investment Decision*

Abstrak: Valuasi saham merupakan aspek penting dalam pengambilan keputusan investasi, khususnya pada sektor perbankan digital di Indonesia yang masih berada pada fase pertumbuhan dan memiliki tingkat risiko yang relatif tinggi. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis kewajaran harga saham bank digital yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia menggunakan pendekatan valuasi fundamental *Discounted Cash Flow* (DCF) berbasis *Free Cash Flow to Equity* (FCFE) sebagai dasar rekomendasi keputusan investasi. Objek penelitian meliputi enam emiten bank digital, yaitu AMAR.JK, ARTO.JK, BBYB.JK, BBHI.JK, AGRO.JK, dan BBSI.JK. Data yang digunakan merupakan data sekunder berupa laporan

keuangan tahunan dan data harga saham terbaru. Analisis dilakukan dengan menghitung FCFE, menentukan tingkat pertumbuhan menggunakan pendekatan *Return on Equity* (ROE) dan *retention ratio*, serta menghitung *cost of equity* menggunakan model *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) dengan beta saham yang diestimasi melalui regresi *return* mingguan dan disesuaikan menggunakan metode Blume. Nilai intrinsik saham diperoleh dari penjumlahan nilai kini FCFE periode proyeksi lima tahun dan nilai terminal. Hasil penelitian menunjukkan bahwa saham AMAR.JK, ARTO.JK, BBYB.JK, dan BBSI.JK berada dalam kondisi *undervalued*, BBHI.JK berada dalam kondisi *overvalued*, sedangkan AGRO.JK berada pada kondisi *marginal overvalued* sehingga lebih tepat dikategorikan sebagai *hold*. Temuan ini menunjukkan bahwa pendekatan DCF–FCFE mampu memberikan estimasi nilai fundamental saham bank digital secara komprehensif dan dapat digunakan sebagai dasar pengambilan keputusan investasi yang rasional.

Kata Kunci: Valuasi Saham, DCF–FCFE, Bank Digital, Nilai Intrinsik, Keputusan Investasi

PENDAHULUAN

Industri perbankan di Indonesia telah mengalami perubahan signifikan dalam beberapa tahun terakhir, terutama dengan munculnya model bisnis bank digital yang menawarkan layanan keuangan tanpa kehadiran fisik cabang tradisional, memanfaatkan teknologi digital sebagai basis operasional (misalnya melalui internet banking, mobile banking dan lainnya). Perkembangan ini dipicu oleh kemajuan teknologi, penetrasi internet yang semakin luas, serta tuntutan konsumen yang menginginkan layanan keuangan cepat, fleksibel, dan berbasis platform digital. Dalam konteks tersebut, bank digital juga menjadi bagian dari ekosistem keuangan inklusif di Indonesia (lihat studi tentang digital banking company value yang mencakup pertumbuhan opportunity dan ukuran perusahaan). (Al Hafis & Nawir, 2024)

Seiring dengan transformasi digital di sektor perbankan, pertanyaan kunci bagi investor adalah bagaimana melakukan valuasi yang tepat terhadap saham bank digital di Indonesia. Karena model bisnisnya berbeda dengan bank konvensional (misalnya struktur biaya yang bisa lebih ringan, skala yang lebih cepat, atau tingkat risiko teknologi/kompetisi yang berbeda), maka penggunaan metode valuasi tradisional saja mungkin kurang memadai. Salah satu metode yang banyak digunakan dalam literatur valuasi saham adalah pendekatan *Discounted Cash Flow* (DCF) khususnya versi yang menghitung *Free Cash Flow to Equity* (FCFE) yaitu arus kas yang tersedia bagi pemegang saham setelah seluruh investasi dan pembayaran utang telah diperhitungkan. Sebagai contoh, penelitian merger bank syariah di Indonesia menggunakan metode DCF-FCFE untuk menghitung nilai ekuitas bank-bank yang di-merge. (Farhan, Muhammad Farras, 2022)

Metode DCF-FCFE sangat relevan dalam penelitian valuasi karena ia memperhitungkan arus kas yang diharapkan di masa depan, tingkat risiko (melalui *cost of equity*), serta nilai terminal perusahaan (untuk periode pertumbuhan setelah proyeksi eksplisit). Dengan menghitung arus kas bebas bagi pemegang saham (FCFE) maka investor memperoleh gambaran langsung mengenai potensi pengembalian yang tersedia setelah seluruh investasi dan kewajiban perusahaan diperhitungkan. Metode ini berbeda dari hanya melihat laba atau rasio keuangan karena menangkap dinamika pertumbuhan, leverage, dan modal kerja serta mempertimbangkan waktu dan risiko melalui diskonto arus kas. Dalam konteks perusahaan keuangan dan bank digital, di mana pertumbuhan sering tinggi dan struktur modal dapat berubah cepat, penggunaan FCFE menjadi sangat tepat untuk menangkap potensi nilai intrinsik yang belum sepenuhnya tercermin dalam harga pasar. (Tan & Wang, 2023)

Sebagai gambaran di literatur domestik, sejumlah penelitian telah menggunakan pendekatan FCFE (atau DCF secara lebih luas) untuk mengestimasi nilai wajar saham di

berbagai sektor, lalu membandingkan dengan harga pasar untuk menentukan apakah saham tersebut *undervalued*, *overvalued* atau *fairvalued*.

Dalam konteks bank digital di Indonesia, terdapat kebutuhan untuk mengeksplorasi beberapa faktor khusus yang mempengaruhi valuasi, antara lain: 1) Pertumbuhan kredit digital atau aset bank digital yang cepat (*growth opportunity*) dan bagaimana hal tersebut tercermin dalam arus kas; 2) Struktur pendanaan dan deposanya yang mungkin berbeda dengan bank konvensional, sehingga mempengaruhi investasi (*capex*) dan perubahan modal kerja; 3) Persaingan dari fintech atau bank digital lainnya yang bisa memengaruhi margin dan risiko bisnis (sebagai contoh bank konvensional mulai terasa tekanan dari fintech); 4) Tingkat risiko yang lebih tinggi atau berbeda (misalnya teknologi, regulasi, kepercayaan nasabah), yang mengharuskan penentuan *cost of equity* yang mencerminkan beta yang lebih tinggi atau premi risiko yang berbeda. (Pelu et al., 2020).

Berdasarkan uraian tersebut, penelitian ini bertujuan untuk melakukan analisis valuasi saham bank digital di Indonesia menggunakan pendekatan DCF FCFE untuk menghitung nilai wajar saham dan membandingkannya dengan harga pasar saat ini sebagai dasar keputusan investasi. Dengan demikian, hasil penelitian diharapkan dapat memberikan kontribusi baik bagi literatur valuasi saham di sektor perbankan digital di Indonesia maupun bagi praktisi/investor yang mencari panduan dalam pengambilan keputusan investasi di saham bank digital.

METODE

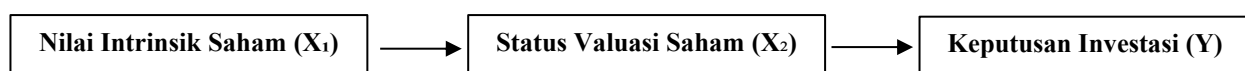
Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif dengan pendekatan deskriptif-komparatif. Pendekatan ini digunakan untuk menghitung dan membandingkan nilai intrinsik saham bank digital di Indonesia menggunakan metode *Discounted Cash Flow* (DCF) dengan pendekatan *Free Cash Flow to Equity* (FCFE) selama periode proyeksi lima tahun ke depan (2025 - 2029), serta menentukan status valuasi masing-masing saham apakah berada pada kondisi *undervalued*, *overvalued* atau *fairvalued*. Hasil dari analisis tersebut digunakan sebagai dasar dalam memberikan rekomendasi keputusan investasi terhadap saham-saham bank digital yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).

Model *Dividend Discount Model* (DDM) tidak digunakan karena sebagian besar bank digital di Indonesia belum secara konsisten membagikan dividen, sehingga sulit dilakukan estimasi nilai wajar berbasis dividen. Model DCF-FCFE dinilai lebih sesuai karena menggambarkan arus kas bebas yang berpotensi dapat didistribusikan kepada pemegang saham, sekalipun belum terealisasi dalam bentuk dividen aktual. Pendekatan ini juga relevan untuk perusahaan perbankan dengan tahap pertumbuhan tinggi dan aktivitas pendanaan-penyaluran kredit yang masih ekspansif. (Annur & Muharam, 2025)

Tabel 1. Variabel Penelitian

Variabel	Jenis	Keterangan
Nilai Intrinsik Saham	Variabel Independen (X_1)	Hasil perhitungan nilai wajar saham berdasarkan arus kas ekuitas
Status Valuasi Saham	Variabel Antara (X_2)	Ditentukan dengan membandingkan nilai intrinsik terhadap harga pasar
Keputusan Investasi	Variabel Dependen (Y)	Berdasarkan status valuasi – beli jika <i>undervalued</i> , hindari jika <i>overvalued</i>

Kerangka dalam penelitian ini dijabarkan pada Gambar 1 berikut:



Gambar 1. Kerangka berpikir

Objek dan Sumber Data

Objek penelitian meliputi bank digital yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), yaitu: 1) PT Bank Amar Indonesia Tbk (AMAR.JK); 2) PT Bank Jago Tbk (ARTO.JK); 3) PT Allo Bank Indonesia Tbk (BBHI.JK); 4) PT Bank Neo Commerce Tbk (BBYB.JK); 5) PT Bank Raya Indonesia Tbk (AGRO.JK); 6) PT Krom Bank Indonesia Tbk (BBSI.JK).

Teknik Pengumpulan Data

Data yang digunakan bersifat sekunder, diperoleh dari *platform* Yahoo Finance melalui pemanggilan API menggunakan *library* yfinance di Python. Data mencakup: 1) Harga saham terbaru; 2) Arus kas dan belanja modal awal; 3) Laporan keuangan masing-masing emiten (deposito, penyaluran kredit, jumlah saham beredar),

Data tersebut mencakup informasi historis dan fundamental setiap emiten, yang kemudian diolah untuk menghitung *Free Cash Flow to Equity* (FCFE) serta melakukan valuasi menggunakan metode *Discounted Cash Flow* (DCF). Penelitian ini juga mengumpulkan data laporan keuangan tahunan yang telah diaudit dari masing-masing bank digital. Data tersebut digunakan untuk memperoleh komponen keuangan utama yang relevan bagi sektor perbankan digital.

Menghitung *Free Cash Flow to Equity* (FCFE)

Untuk bank dan lembaga keuangan, arus kas bebas ke ekuitas (FCFE) dihitung dengan:

$$FCFE = \text{Operating Cash Flow} - \text{CapEx} - \Delta \text{Loans} + \Delta \text{Deposits} \quad (1)$$

Di mana: 1) *Operating Cash Flow* (OCF): Arus kas dari aktivitas operasional bank; 2) CapEx: Belanja modal awal; 3) ΔLoans : Kenaikan kredit yang diberikan ke nasabah (penggunaan dana); 4) $\Delta \text{Deposits}$: Kenaikan dana pihak ketiga (sumber dana).

Rumus ini disesuaikan dengan karakteristik operasional bank digital, di mana aktivitas pendanaan dan penyaluran kredit menjadi sumber dan penggunaan utama arus kas. (Tan & Wang, 2023).

Menentukan tingkat pertumbuhan

Tingkat pertumbuhan (*growth rate*, g) ditentukan menggunakan pendekatan fundamental berbasis laba bersih yang mengaitkan tingkat profitabilitas perusahaan dengan kebijakan penahanan laba. Pendekatan ini menekankan kemampuan internal perusahaan dalam menghasilkan laba atas ekuitas pemegang saham sebagai sumber utama pertumbuhan, sehingga lebih mencerminkan potensi pertumbuhan jangka panjang dibandingkan indikator pasar yang dapat dipengaruhi faktor eksternal. (Damodaran, 2018)

Secara matematis, tingkat pertumbuhan dihitung menggunakan persamaan berikut:

$$g = ROE \times \text{Retention Ratio} \quad (2)$$

Di mana: 1) g : tingkat pertumbuhan yang diharapkan (*expected growth*); 2) ROE: *Return on Equity*, yaitu rasio laba bersih terhadap ekuitas rata-rata; 3) *Retention ratio*: proporsi laba bersih yang ditahan perusahaan

Dalam penelitian ini, ROE dihitung menggunakan data historis laba bersih dan ekuitas rata-rata tahunan. Untuk memperoleh estimasi yang lebih stabil dan tidak terdistorsi oleh fluktuasi ekstrem pada periode tertentu, digunakan nilai median ROE historis sebagai dasar perhitungan *growth rate*. (Altahtamouni et al., 2022)

Selanjutnya, *retention ratio* diasumsikan sebesar satu, mengingat bank digital umumnya tidak membagikan dividen dan menahan seluruh laba untuk mendukung pertumbuhan. Nilai *growth rate* yang diperoleh kemudian digunakan sebagai asumsi

pertumbuhan dalam model valuasi yang digunakan dalam penelitian ini. (Konek, Mrs.Shailaja, 2023)

Menentukan nilai beta saham (β)

Beta saham digunakan untuk mengukur risiko sistematis perusahaan relatif terhadap pasar dan menjadi komponen utama dalam penentuan *cost of equity* pada model *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Dalam penelitian ini, beta dihitung menggunakan pendekatan regresi historis antara *return* saham bank digital dan *return* pasar. *Return* saham dan *return* pasar dihitung menggunakan *logarithmic return* berbasis harga penutupan mingguan. Penggunaan data mingguan bertujuan untuk meningkatkan jumlah observasi serta mengurangi volatilitas jangka pendek. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) digunakan sebagai proksi *return* pasar. Beta diperoleh melalui regresi linier antara *return* saham dan *return* pasar sebagai berikut (Zhang, 2024):

$$R_i = \alpha + \beta \cdot R_m + \varepsilon \quad (3)$$

Di mana: 1) R_i : *return* saham individu pada periode ke-I; 2) R_m : *return* pasar pada periode ke-I; 3) α : intercept (*abnormal return*); 4) β : koefisien beta saham; 5) ε : error term.

Untuk meningkatkan kestabilan estimasi beta dalam proyeksi ke depan, terutama pada periode valuasi 2025–2029, beta historis yang diperoleh dari regresi disesuaikan menggunakan metode Blume (*adjusted beta*). Penyesuaian ini mencerminkan kecenderungan beta saham untuk bergerak menuju nilai rata-rata pasar dalam jangka panjang. (Meyer-bullerdiek, 2024).

$$\beta_{adjusted} = 0.67 + \beta + 0.33 \quad 4$$

Nilai *adjusted beta* tersebut selanjutnya digunakan dalam perhitungan *cost of equity* sebagai tingkat diskonto.

Menentukan *Cost of equity* (ke)

Perhitungan *cost of equity* (ke) dalam penelitian ini menggunakan model *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), dengan rumus:

$$ke = r_f + \beta_{adjusted} \times \text{market risk premium} \quad (5)$$

Di mana: 1) r_f : *risk-free rate* atau tingkat imbal hasil bebas risiko, yang umumnya diproksikan dengan imbal hasil obligasi pemerintah jangka panjang; 2) β (beta) adalah ukuran sensitivitas *return* saham terhadap *return* pasar secara keseluruhan (risiko sistematis); 3) *market risk premium*: selisih antara ekspektasi *return* pasar dengan *risk-free rate*.

Dengan rumus ini, *cost of equity* merepresentasikan tingkat pengembalian minimal yang diharapkan oleh investor atas modal saham yang disesuaikan dengan risiko sistematisnya. Model ini banyak digunakan dalam penelitian keuangan empiris untuk menilai hubungan risiko pasar dengan *return* yang diharapkan. (Devi & Gopi, 2025)

Menentukan tingkat diskonto (r)

Penentuan tingkat diskonto dilakukan menggunakan model *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) karena model ini mampu mengaitkan tingkat pengembalian yang diharapkan dengan risiko sistematis saham melalui nilai beta (β). Pendekatan ini umum digunakan dalam penelitian valuasi untuk menghitung biaya ekuitas (*cost of equity*) yang mencerminkan tingkat pengembalian wajar atas risiko pasar yang dihadapi oleh perusahaan (Handri, 2023).

$$r = R_f + \beta(R_m - R_f) \quad (6)$$

Di mana: 1) R_f : risk-free rate (yield obligasi pemerintah 10 tahun); 2) β : sensitivitas saham terhadap pasar; 3) R_m : tingkat pengembalian pasar.

Menentukan nilai terminal (TV)

Merupakan estimasi nilai ekuitas setelah tahun ke-5 (periode proyeksi eksplisit). Nilai terminal dihitung menggunakan model pertumbuhan Gordon (Gordon Growth Model), dengan asumsi bahwa setelah tahun ke-5, FCFE akan tumbuh secara konstan pada tingkat g . Nilai ini kemudian didiskontokan kembali ke nilai saat ini pada tingkat r untuk memperoleh nilai kini dari terminal value (Li, 2023). TV dirumuskan sebagai berikut:

$$TV = \frac{FCFE_5(1+g)}{(r-g)} \times \frac{1}{(1+r)^5} \quad (7)$$

Di mana: 1) FCFE₅: Arus kas bebas untuk ekuitas pada tahun ke-5 (tahun terakhir proyeksi eksplisit); 2) g : Tingkat pertumbuhan jangka panjang yang diasumsikan konstan setelah tahun ke-5 (*growth rate*); 3) r : Tingkat diskonto atau *cost of equity*; 4) $(r - g)$: Selisih antara tingkat diskonto dan tingkat pertumbuhan yang digunakan dalam model Gordon untuk mengestimasi nilai terminal; 5) $(1 + r)^5$: Faktor diskonto yang digunakan untuk mengubah nilai terminal (TV) menjadi nilai saat ini

Menghitung nilai intrinsik saham

Nilai Intrinsik menyatakan bahwa nilai wajar saham saat ini (V_0) adalah nilai kini dari seluruh proyeksi arus kas bebas bagi pemegang saham selama periode eksplisit (dalam hal ini 5 tahun) ditambah nilai terminal (TV) setelah periode tersebut (Pratama & Kusumaningtyas, 2023).

$$V_0 = \sum_{t=1}^5 \frac{FCFE_t}{(1+r)^t} + TV \quad (8)$$

Di mana: 1) V_0 : nilai intrinsik saham saat ini; 2) $FCFE_t$: arus kas bebas bagi pemegang saham pada tahun ke- t ; 3) r : tingkat diskonto (*cost of equity*) yang dihitung menggunakan model CAPM; 4) $\frac{1}{(1+r)^t}$: faktor diskonto untuk menghitung nilai kini dari setiap FCFE tahunan.

Menentukan status valuasi saham

Status valuasi saham ditentukan dengan membandingkan nilai intrinsik (V_0) hasil perhitungan DCF-FCFE dengan harga pasar aktual. Jika nilai intrinsik melebihi harga pasar, saham dianggap *undervalued*, menandakan potensi peluang beli (*buy opportunity*). Sebaliknya, jika nilai intrinsik lebih rendah dari harga pasar, saham dikategorikan *overvalued*, yang menunjukkan potensi jual atau *hold*. Apabila nilai intrinsik relatif sebanding dengan harga pasar, saham dikategorikan *fairvalued*, yang berarti harga pasar telah mencerminkan nilai fundamentalnya secara wajar, sehingga tidak ada tekanan beli atau jual yang kuat dari sisi valuasi (Ade harmaen & Budi Santoso, 2024).

1. Jika $V_0 > \text{Harga Pasar} \rightarrow \text{Undervalued}$
2. Jika $V_0 < \text{Harga Pasar} \rightarrow \text{Overvalued}$
3. Jika $V_0 \approx \text{Harga Pasar} \rightarrow \text{Fairvalued}$

Analisis komparatif antar emiten

Nilai intrinsik setiap bank digital kemudian dibandingkan satu sama lain untuk melihat posisi valuasi relatif antar emiten. Analisis komparatif ini bertujuan untuk mengidentifikasi

bank digital dengan potensi investasi terbaik, yaitu yang memiliki nilai intrinsik tertinggi dibandingkan harga pasarnya (*undervalued*) dan prospek pertumbuhan yang lebih kuat. Pendekatan ini memungkinkan peneliti menilai efisiensi pasar dan posisi kompetitif antar bank digital dalam sektor yang sama. (Miranti & Rahadian, 2024)

HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis Parameter Setiap Emiten

Berdasarkan Tabel 1, parameter valuasi yang digunakan dalam penelitian ini menunjukkan adanya perbedaan karakteristik risiko dan pertumbuhan antar emiten bank digital. Nilai *Adjusted Beta* (β) berkisar antara 0.567 hingga 1.759. Emiten dengan beta tertinggi adalah AGRO.JK (1.759) yang mengindikasikan tingkat risiko sistematis paling tinggi, sedangkan BBSI.JK memiliki beta terendah (0.567) yang mencerminkan sifat saham yang relatif defensif. Perbedaan beta ini berimplikasi langsung terhadap *Cost of equity* (ke), di mana AGRO.JK memiliki *cost of equity* tertinggi sebesar 18,8%, sementara BBSI.JK memiliki *cost of equity* terendah sebesar 10.5%. Hal ini sejalan dengan teori *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) yang menyatakan bahwa semakin tinggi risiko sistematis suatu saham, semakin tinggi tingkat pengembalian yang disyaratkan oleh investor. (Devi & Gopi, 2025)

Dari sisi *growth rate* (g), BBHI.JK dan AMAR.JK menunjukkan tingkat pertumbuhan yang relatif lebih tinggi dibandingkan emiten lainnya, yang mencerminkan ekspektasi pasar terhadap potensi ekspansi bisnis dan peningkatan profitabilitas di masa depan. Sementara itu, ARTO.JK, BBYB.JK, dan AGRO.JK menggunakan asumsi pertumbuhan yang lebih konservatif, mencerminkan pendekatan kehati-hatian dalam proyeksi arus kas jangka panjang. Perbedaan jumlah saham beredar yang cukup signifikan antar emiten juga menjadi faktor penting dalam menentukan nilai intrinsik per saham pada tahap akhir valuasi.

Tabel 2. Parameter Setiap Emiten

Emiten	Nilai Beta	<i>Cost of equity</i> (ke)	Tingkat Pertumbuhan (g)	Jumlah Saham beredar
AMAR.JK	1.125	14.4%	0.055	18,381,094,760
ARTO.JK	1.263	15.3%	0.010	13,858,797,100
BBYB.JK	1.248	15.2%	0.006	13,350,482,346
BBHI.JK	1.409	16.4%	0.068	21,730,256,442
AGRO.JK	1.759	18.8%	0.007	24,740,494,294
BBSI.JK	0.567	10.5%	0.035	3,674,723,301

Hasil Proyeksi dan Diskonto FCFE Periode 2025–2029

Tabel 2 menyajikan proyeksi *Free Cash Flow to Equity* (FCFE) untuk enam emiten bank digital selama periode 2025–2029. Secara umum, seluruh emiten menunjukkan tren FCFE nominal yang meningkat, meskipun dengan laju pertumbuhan yang berbeda-beda. ARTO.JK mencatat nilai FCFE nominal tertinggi sepanjang periode proyeksi, mencerminkan skala bisnis dan kapasitas operasional yang lebih besar dibandingkan bank digital lainnya. Sebaliknya, AGRO.JK dan AMAR.JK memiliki FCFE nominal yang relatif lebih kecil, namun tetap menunjukkan pertumbuhan yang stabil.

Proses diskonto FCFE dilakukan dengan menggunakan *discount factor* yang diturunkan dari *cost of equity* masing-masing emiten. Penurunan nilai *discount factor* dari tahun ke tahun mencerminkan konsep *time value of money*, di mana arus kas di masa depan memiliki nilai yang lebih rendah dibandingkan arus kas saat ini. Emiten dengan *cost of equity* yang lebih tinggi, seperti AGRO.JK dan BBHI.JK, mengalami penurunan nilai kini FCFE yang lebih tajam dibandingkan emiten dengan *cost of equity* yang lebih rendah seperti BBSI.JK. Hasil diskonto ini menghasilkan total nilai kini FCFE (PV FCFE) yang menjadi salah satu komponen utama dalam penentuan nilai intrinsik saham (Konek, Mrs.Shailaja, 2023)

Tabel 3. Proyeksi FCFE periode 2025-2029 setiap emiten

Emiten	Tahun	FCFE (milliar rupiah)	Diskon Faktor	PV FCFE (milliar rupiah)
AMAR.JK	2025	783,414	0.874	684,945
	2026	826,502	0.764	631,790
	2027	871,960	0.668	582,761
	2028	919,918	0.584	537,536
	2029	970,514	0.511	495,821
ARTO.JK	2025	5,330,304	0.867	4,621,400
	2026	5,381,303	0.752	4,045,112
	2027	5,432,790	0.652	3,540,687
	2028	5,484,769	0.565	3,099,164
	2029	5,537,245	0.490	2,712,698
BBYB	2025	1,374,132	0.868	1,192,486
	2026	1,382,070	0.753	1,040,830
	2027	1,390,053	0.654	908,460
	2028	1,398,083	0.567	792,926
	2029	1,406,158	0.492	692,084
BBHI	2025	2,001,969	0.859	1,720,442
	2026	2,138,979	0.739	1,579,691
	2027	2,285,366	0.635	1,450,454
	2028	2,441,772	0.545	1,331,791
	2029	2,608,882	0.469	1,222,836
AGRO.JK	2025	753,127	0.842	633,893
	2026	758,514	0.708	537,352
	2027	763,939	0.596	455,515
	2028	769,403	0.502	386,141
	2029	774,906	0.422	327,332
BBSI.JK	2025	1,159,461	0.905	1,049,581
	2026	1,199,908	0.819	983,257
	2027	1,241,765	0.742	921,125
	2028	1,285,083	0.671	862,919
	2029	1,329,912	0.608	808,391

Analisis Nilai Intrinsik dan Keputusan Investasi (Tabel 3)

Berdasarkan Tabel 3, nilai intrinsik saham diperoleh dari penjumlahan nilai kini FCFE dan nilai kini *Terminal Value (PV TV)* untuk masing-masing emiten. Terminal value memberikan kontribusi yang signifikan terhadap total nilai ekuitas, khususnya pada emiten dengan prospek jangka panjang yang kuat seperti ARTO.JK dan BBSI.JK. Total nilai ekuitas kemudian dibagi dengan jumlah saham beredar untuk memperoleh nilai intrinsik per saham.

Hasil perhitungan menunjukkan bahwa AMAR.JK, ARTO.JK, BBYB.JK, dan BBSI.JK berada dalam kondisi *undervalued*, yang ditunjukkan oleh nilai intrinsik yang lebih tinggi dibandingkan harga saham terakhir di pasar. Selisih terbesar antara nilai intrinsik dan harga pasar terdapat pada ARTO.JK dan BBSI.JK, yang mengindikasikan potensi kenaikan harga saham yang relatif lebih besar apabila kinerja fundamental perusahaan mampu merealisasikan proyeksi arus kas yang digunakan dalam model. Sebaliknya, BBHI.JK dan AGRO.JK berada dalam kondisi *overvalued*, di mana harga pasar saham lebih tinggi dibandingkan nilai intrinsiknya. Kondisi ini mengindikasikan bahwa ekspektasi pasar terhadap kedua emiten tersebut telah melampaui nilai fundamental yang dihasilkan dari proyeksi FCFE.

Temuan ini konsisten dengan literatur valuasi saham yang menyatakan bahwa kondisi *undervaluation* dapat menjadi dasar rekomendasi beli (*buy recommendation*), sementara kondisi *overvaluation* cenderung mengindikasikan perlunya kehati-hatian bagi investor. Namun demikian, keputusan investasi tetap harus mempertimbangkan risiko bisnis, ketidakpastian proyeksi, serta dinamika industri perbankan digital yang masih berkembang pesat di Indonesia. (Salsabila Tarisha Putri, 2024)

Tabel 4. Nilai Intrinsik dan Status Valuasi Setiap Emiten

Emiten	Total PV FCFE (milliar rupiah)	PV Terminal Value (milliar rupiah)	Ekuitas (milliar rupiah)	Harga saham terakhir (IDR)	Nilai Intrinsik (IDR)	Gap Valuasi (IDR)
AMAR.JK	2,932,853	4,718,361	7,651	232	416	184
ARTO.JK	18,019,061	23,713,992	41,733	1,960	3,011	1,051
BBYB.JK	4,626,786	6,105,305	10,732	482	804	322
BBHI.JK	7,305,214	9,838,867	17,144	1,475	789	-686
AGRO.JK	2,340,233	2,212,895	4,553	228	184	-44
BBSI.JK	4,625,273	12,005,867	16,631	3,920	4,526	606

Rekomendasi Keputusan Investasi

Berdasarkan hasil valuasi fundamental menggunakan pendekatan *Discounted Cash Flow* (DCF) berbasis *Free Cash Flow to Equity* (FCFE) sebagaimana disajikan dalam Tabel 3, dapat dilihat bahwa kondisi valuasi saham masing-masing emiten menunjukkan perbedaan yang cukup signifikan. Secara konseptual, saham dikategorikan *undervalued* apabila nilai intrinsik per saham lebih tinggi dibandingkan harga pasar terakhir, yang mengindikasikan bahwa harga pasar belum sepenuhnya merefleksikan nilai fundamental perusahaan. Sebaliknya, saham dengan nilai intrinsik lebih rendah dibandingkan harga pasar dikategorikan *overvalued*, yang menunjukkan potensi risiko koreksi harga apabila ekspektasi pasar tidak terealisasi. (Tasya Natalia Pengestika, 2021)

Hasil analisis menunjukkan bahwa AMAR.JK, ARTO.JK, BBYB.JK, dan BBSI.JK berada pada kondisi *undervalued*, di mana nilai intrinsik per saham masing-masing lebih tinggi dibandingkan harga pasar terakhir. Selisih valuasi positif yang dihasilkan berturut-turut sebesar Rp184 untuk AMAR.JK; Rp1,051 untuk ARTO.JK; Rp322 untuk BBYB.JK; serta Rp606 untuk BBSI.JK. Kondisi ini mengindikasikan bahwa harga pasar keempat saham tersebut masih relatif “murah” dibandingkan nilai fundamentalnya, sehingga membuka peluang apresiasi harga dalam jangka menengah hingga panjang apabila proyeksi arus kas dapat terealisasi. Temuan ini sejalan dengan literatur valuasi saham yang menyatakan bahwa kondisi *undervaluation* dapat dijadikan dasar rekomendasi beli (*buy recommendation*), khususnya bagi investor yang menerapkan strategi *value investing* dengan fokus pada nilai intrinsik perusahaan. (Ade harmaen & Budi Santoso, 2024)

Sebaliknya, BBHI.JK menunjukkan kondisi *overvalued* yang cukup signifikan. Nilai intrinsik BBHI sebesar Rp789 berada jauh di bawah harga pasar terakhir sebesar Rp1,475 yang menghasilkan gap valuasi negatif sebesar Rp686. Hal ini menunjukkan bahwa harga pasar telah mencerminkan ekspektasi pertumbuhan yang sangat tinggi terhadap kinerja perusahaan. Dalam kondisi seperti ini, risiko koreksi harga menjadi relatif besar apabila pertumbuhan yang diharapkan tidak tercapai, sehingga pendekatan investasi yang lebih konservatif seperti menghindari pembelian baru atau mempertimbangkan realisasi keuntungan menjadi lebih relevan. (Ganefi et al., 2023)

Sementara itu, AGRO.JK menunjukkan kondisi marginal *overvalued*, dengan nilai intrinsik sebesar Rp184 yang sedikit lebih rendah dibandingkan harga pasar sebesar Rp228 yang menghasilkan selisih valuasi negatif sebesar Rp44. Selisih yang relatif kecil ini mengindikasikan bahwa perbedaan antara harga pasar dan nilai fundamental AGRO.JK tidak terlalu signifikan. Oleh karena itu, keputusan investasi yang lebih tepat untuk saham ini adalah *hold* atau *wait and see*, sambil menunggu perkembangan kinerja fundamental perusahaan maupun perubahan kondisi pasar yang dapat mempengaruhi valuasinya.

Secara keseluruhan, rekomendasi keputusan investasi berdasarkan hasil valuasi fundamental ini dapat dirangkum sebagai berikut: 1) *Buy* (Beli) – saham dengan nilai intrinsik lebih tinggi dibandingkan harga pasar: AMAR.JK, ARTO.JK, BBYB.JK, dan BBSI.JK; 2) *Hold / Wait* (Tahan / Tunggu Konfirmasi) – saham dengan selisih valuasi relatif kecil atau

berada pada kondisi *marginal overvaluation*: AGRO.JK; 3) *Sell / Risk-Aware* – saham dengan nilai intrinsik lebih rendah secara signifikan dibandingkan harga pasar: BBHI.JK.

Meskipun demikian, keputusan investasi yang diambil berdasarkan hasil valuasi ini tetap perlu mempertimbangkan faktor risiko lainnya, seperti kondisi makroekonomi, dinamika industri perbankan digital, serta faktor internal perusahaan termasuk pertumbuhan laba, kualitas aset, dan struktur permodalan. Dengan demikian, hasil valuasi ini berfungsi sebagai dasar pengambilan keputusan yang rasional, namun tetap perlu dilengkapi dengan analisis fundamental dan risiko secara komprehensif. (Dwitayanti et al., 2023)

KESIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis kewajaran harga saham bank digital di Indonesia dengan menggunakan pendekatan valuasi fundamental *Discounted Cash Flow* (DCF) berbasis *Free Cash Flow to Equity* (FCFE) sebagai dasar pengambilan keputusan investasi. Berdasarkan hasil perhitungan dan analisis terhadap enam emiten bank digital, yaitu AMAR.JK, ARTO.JK, BBYB.JK, BBHI.JK, AGRO.JK, dan BBSI.JK, dapat disimpulkan bahwa kondisi valuasi saham antar emiten menunjukkan perbedaan yang cukup signifikan. Saham AMAR.JK, ARTO.JK, BBYB.JK, dan BBSI.JK memiliki nilai intrinsik per saham yang lebih tinggi dibandingkan harga pasar terakhir, sehingga dikategorikan sebagai saham *undervalued* dan berpotensi menjadi peluang investasi jangka menengah hingga panjang apabila kinerja fundamental perusahaan mampu merealisasikan proyeksi arus kas yang digunakan dalam model.

Saham BBHI.JK menunjukkan kondisi *overvalued* karena nilai intrinsiknya lebih rendah dibandingkan harga pasar, sehingga mencerminkan risiko koreksi harga apabila ekspektasi pertumbuhan pasar tidak tercapai. Sementara itu, saham AGRO.JK berada pada kondisi valuasi yang relatif mendekati nilai wajarnya, dengan selisih valuasi yang tidak terlalu besar, sehingga dikategorikan sebagai saham *hold*, di mana keputusan investasi yang lebih tepat adalah menahan saham sambil menunggu konfirmasi kinerja dan perkembangan fundamental perusahaan ke depan.

Temuan ini menjawab permasalahan penelitian terkait sejauh mana harga saham bank digital telah mencerminkan nilai fundamentalnya serta bagaimana implikasinya terhadap keputusan investasi. Meskipun demikian, penelitian ini memiliki keterbatasan karena hasil valuasi sangat bergantung pada asumsi proyeksi FCFE, tingkat pertumbuhan, dan *cost of equity*, serta belum sepenuhnya mempertimbangkan faktor eksternal seperti volatilitas pasar, perubahan regulasi, dan kondisi makroekonomi. Oleh karena itu, penelitian selanjutnya disarankan untuk mengombinasikan pendekatan DCF–FCFE dengan metode valuasi lain, seperti *relative valuation* atau analisis sensitivitas, serta memasukkan variabel risiko makroekonomi guna memperoleh hasil valuasi yang lebih komprehensif dan akurat.

REFERENSI

- Ade harmaen, & Budi Santoso. (2024). Stock valuation using the dividend discount model to determine the intrinsic value of the LQ45 index. *COSTING:Journal of Economic, Business and Accounting*, 7(6), 544–557.
- Al Hafis, M., & Nawir, J. (2024). Analysis of Digital Bank Company Value on the Indonesian Stock Exchange. *KnE Social Sciences*, 2024(2024), 257–272. <https://doi.org/10.18502/kss.v9i20.16518>
- Altahtamouni, F., Alfayhani, A., Qazaq, A., Alkhalifah, A., & Masfer, H. (2022). *Sustainable Growth Rate and ROE Analysis : An Applied Study on Saudi Banks Using the PRAT Model*.
- Annur, I. S., & Muharam, H. (2025). (CASE STUDY OF DIGITAL BANKS LISTED ON THE INDONESIA STOCK EXCHANGE FOR THE PERIOD 2018-2023). 5(5), 2798–2813.

- Damodaran, A. (2018). *Investment valuation* (3rd ed.). John Wiley & Sons. <https://suhaconsulting.com/wp-content/uploads/2018/09/investment-valuation-3rd-edition.pdf>
- Devi, U. M. A., & Gopi, K. T. (2025). *CAPITAL STRUCTURE AND ASSET PRICING : AN EMPIRICAL ANALYSIS USING THE CAPM FRAMEWORK*. 23, 6159–6174.
- Dwitayanti, Y., Juliadi, E., & Dewi, A. R. S. (2023). *Stock Fundamental Analysis and Investment Decision Making*. 1(10), 279–285.
- Farhan, Muhammad Farras, A. W. L. (2022). Merger Valuation Analysis of PT. Bank Syariah Mandiri, PT. BNI Syariah Bank, PT. Bank BRI Syariah Tbk., and PT. Bank Tabungan Negara Tbk. *Usahid*, 5(2), 69–80.
- Ganefi, H. S., Prasetyono, A., & Amalia, M. R. (2023). Penilaian saham secara fundamental menggunakan metode dividend discount model dan price earning ratio untuk keputusan investasi. *Jurnal Riset Ekonomi Dan Bisnis*, 16(1), 68–80.
- Handri, H. (2023). How accurate is the CAPM approach compared to the Reward Beta for shares of manufacturing and mining companies in Indonesia's LQ45 Index? *Jurnal Perspektif Pembiayaan Dan Pembangunan Daerah*, 11(3), 229–242. <https://doi.org/10.22437/ppd.v11i3.28904>
- Konek, Mrs.Shailaja, M. S. . (2023). Valuation of Equity using Discounted Cash flow Method. *Journal of University of Shanghai for Science and Technology*, 22(12), 1478–1485.
- Li, J. (2023). Research on Theory and Methods of Corporate Valuation. *Advances in Economics, Management and Political Sciences*, 34(1), 105–113. <https://doi.org/10.54254/2754-1169/34/20231684>
- Meyer-bullerdiek, F. (2024). *The Quality of Blume and Vasicek Betas for forecasting systematic risk : Evidence from a German stock portfolio*. 14(6), 1–15.
- Miranti, F., & Rahadian, D. (2024). *A COMPARATIVE ANALYSIS OF DISCOUNTED CASH FLOW AND RELATIVE VALUATION METHODS IN INDONESIAN TECHNOLOGY*. 283–296. <https://doi.org/10.5281/zenodo.15287133>
- Pelu, M. F. A. R., Rahim, S., Mildazani, M., & Muslim, M. (2020). Fair Value Analysis of Shares amidst Fintech Competition Pressure: A Case Study at PT Bank BNI. *ATESTASI: Jurnal Ilmiah Akuntansi*, 3(2), 171–179.
- Pratama, A., & Kusumaningtyas, D. S. (2023). Equity Valuation using Free Cash Flow to Equity on IDX30 Index for 2022 to 2026 Period Projection. *International Journal of Science and Management Studies (IJSMS)*, June 2023, 215–223. <https://doi.org/10.51386/25815946/ijms-v6i3p119>
- Salsabila Tarisha Putri, N. K. (2024). ANALISIS VALUASI SAHAM DENGAN METODE FREE CASH FLOW TO EQUITY PADA PERUSAHAAN BUMN SEKTOR PERBANKAN TAHUN 2022. *JURNAL EKONOMI EFEKTIF*, 6(2), 251–259.
- Tan, W. K., & Wang, Y.-C. (2023). *Valuing Commercial Banks in Indonesia: FCFE Model Outperforms DDM Model*. Atlantis Press SARL. https://doi.org/10.2991/978-2-38476-052-7_71
- Tasya Natalia Pengestika, A. C. (2021). Jurnal Bisnis dan Manajemen Valuasi Saham dan Pengambilan Keputusan Investasi : Perbandingan Metode Absolute dan Metode Relative. *Jurnal Bisnis Dan Manajemen*, 8(2), 291–299.
- Zhang, J. (2024). *Empirical Test and Analysis of Capital Asset Pricing Model (CAPM) in China ' s Capital Market*. 17(3).