

Modul L2I.2 — Valuasi Relatif: PER, PBV, EV/EBITDA

Level 2 · Analisis · Jalur Investor · Pilar P4 Analisis & Riset

Invesmentpedia Mastery Curriculum

20 September 2026

Daftar Isi

- Modul L2I.2 — Valuasi Relatif: PER, PBV, EV/EBITDA
 - 1. Identitas Modul
 - 2. Capaian Pembelajaran Modul (CPMK)
 - 3. Peta Konsep
 - 4. Materi
 - 5. Contoh Terhitung
 - 6. Lembar Kerja Peserta — LK-L2I.2
 - 7. Bank Soal
 - 8. Rubrik Penilaian LK-L2I.2
 - 9. Panduan Fasilitator
 - 10. Penafian

Modul L2I.2 — Valuasi Relatif: PER, PBV, EV/EBITDA

1. Identitas Modul

Butir	Keterangan
Kode modul	L2I.2
Jenjang	Level 2 — Analisis (Jalur Investor)
Pilar	P4 — Analisis & Riset
Beban belajar	14 JP (7 JP mandiri, 7 JP praktik)
Prasyarat	L2I.1
Pemetaan CPL	CPL-4

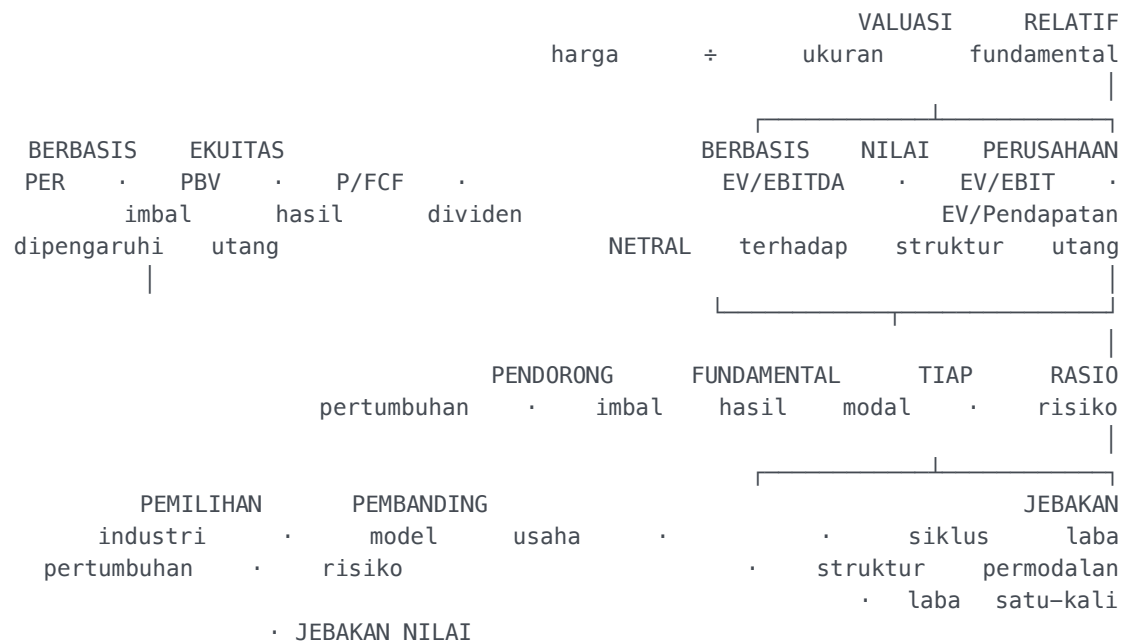
Butir	Keterangan
Prinsip kanon terkait	K-05, K-10, K-11
Keluaran wajib	Kartu Valuasi Relatif + Analisis Pembanding + Uji Jebakan Nilai

2. Capaian Pembelajaran Modul (CPMK)

Setelah menyelesaikan modul ini, peserta mampu:

1. **Menghitung** rasio valuasi berbasis ekuitas dan berbasis nilai perusahaan. (C3)
2. **Menjelaskan** pendorong fundamental di balik setiap rasio. (C2, C4)
3. **Memilih** pembanding yang sah dan **menjelaskan** dasar pemilihannya. (C5)
4. **Mengenali** jebakan nilai dan distorsi akibat siklus serta struktur permodalan. (C4)
5. **Menyusun** penilaian relatif yang menyatakan asumsi dan batasnya secara eksplisit. (C6, C5)

3. Peta Konsep



4. Materi

4.1 Apa yang sebenarnya diukur sebuah rasio valuasi

Sebuah rasio valuasi adalah **harga dibagi ukuran fundamental**:

$$\text{Rasio} = \frac{\text{Harga}}{\text{Ukuran fundamental}}$$

Ia menjawab: “berapa yang dibayar pasar untuk setiap satuan laba, aset, pendapatan, atau arus kas?”

Yang tidak dijawabnya: apakah harga itu wajar. Rasio adalah **pertanyaan**, bukan jawaban.

PER 8× tidak berarti murah. Ia berarti pasar membayar 8 kali laba — dan pertanyaan yang mengikuti adalah **mengapa**.

Tiga kemungkinan jawaban atas “mengapa rasionya rendah”:

Kemungkinan	Implikasi
Pasar keliru menilai	Peluang
Pasar memperkirakan laba akan turun	Rasio rendah adalah peringatan
Ada risiko yang belum Anda lihat	Anda yang kurang informasi

Sebagian besar kasus adalah kemungkinan kedua atau ketiga. Analisis yang mengasumsikan kemungkinan pertama tanpa memeriksa dua lainnya sedang mengambil risiko yang tidak ia sadari — ini inti **jebakan nilai** (§4.6).

4.2 Rasio berbasis ekuitas

Rasio	Rumus	Kapan berguna	Kapan gagal
PER	Harga ÷ Laba per saham	Perusahaan mapan, laba stabil positif	Laba negatif, siklikal, atau banyak pos satu-kali
PBV	Harga ÷ Nilai buku per saham	Sektor yang asetnya mendekati nilai pasar	Perusahaan padat aset takberwujud
P/FCF	Kapitalisasi pasar ÷ Arus kas bebas	Sering paling informatif	Arus kas bebas negatif atau sangat berfluktuasi
Imbal hasil dividen	Dividen per saham ÷ Harga	Perusahaan matang berdividen	Dividen dapat dipotong; imbal hasil tinggi bisa tanda bahaya
PEG	PER ÷ pertumbuhan laba (%)	Membandingkan perusahaan bertumbuh	Sangat sensitif terhadap asumsi pertumbuhan

Masalah bersama seluruh rasio berbasis ekuitas: semuanya dipengaruhi **struktur permodalan**. Dua perusahaan dengan operasi identik tetapi utang berbeda akan memiliki PER berbeda — bukan karena usahanya berbeda, melainkan karena pembagian kue antara pemberi utang dan pemegang saham berbeda (§4.5).

4.3 Rasio berbasis nilai perusahaan

Nilai perusahaan (*enterprise value*) adalah nilai seluruh usaha, terlepas dari siapa yang membiayainya:

$$EV = \text{Kapitalisasi pasar} + \text{Utang berbunga} - \text{Kas} (+ \text{kepentingan nonpengendali})$$

Mengapa menambah utang dan mengurangi kas. Bila Anda membeli seluruh perusahaan, Anda membayar harga sahamnya **dan** mewarisi utangnya — tetapi Anda juga memperoleh kasnya, yang dapat langsung dipakai melunasi sebagian utang.

Rasio	Rumus	Catatan
EV/EBITDA	$EV \div \text{EBITDA}$	Paling umum; netral terhadap struktur utang dan kebijakan penyusutan
EV/EBIT	$EV \div \text{Laba usaha}$	Memperhitungkan penyusutan — lebih tepat untuk usaha padat modal
EV/Pendapatan	$EV \div \text{Pendapatan}$	Untuk perusahaan yang belum ber laba; paling kasar

Kapan memakai yang mana:

Situasi	Rasio yang sesuai
Membandingkan perusahaan dengan tingkat utang berbeda	EV/EBITDA atau EV/EBIT
Perusahaan padat modal (penyusutan besar dan nyata)	EV/EBIT
Perusahaan belum ber laba	EV/Pendapatan, dengan sangat hati-hati
Menilai imbal hasil bagi pemegang saham	PER, P/FCF
Perbankan dan lembaga keuangan	PBV dan PER — konsep EV tidak berlaku sebagaimana pada perusahaan biasa

Peringatan tentang EBITDA. EBITDA mengabaikan penyusutan, padahal aset tetap **benar-benar aus** dan harus diganti. Pada perusahaan padat modal, EBITDA melebih-lebihkan kas yang benar-benar tersedia.

Uji sederhana: bandingkan belanja modal dengan penyusutan. Bila belanja modal secara berkelanjutan $\geq$ penyusutan, maka penyusutan adalah **beban nyata** dan EV/EBITDA menyesatkan — gunakan EV/EBIT atau P/FCF.

4.4 Pendorong fundamental di balik rasio

Rasio bukan angka acak. Setiap rasio memiliki penjelasan fundamental, dan memahaminya mengubah cara peserta menafsirkan perbedaan antar-perusahaan.

(a) PER didorong oleh pertumbuhan, rasio pembagian laba, dan risiko.

Dari model pertumbuhan konstan:

$$\text{PER} = \frac{\text{rasio pembagian laba}}{r - g}$$

dengan r = tingkat imbal hasil yang diminta pemegang saham, g = pertumbuhan laba jangka panjang.

Perubahan	Dampak pada PER wajar
Pertumbuhan (g) naik	PER naik
Risiko (r) naik	PER turun
Rasio pembagian laba naik	PER naik — tetapi umumnya menurunkan g

Konsekuensi: perusahaan dengan PER tinggi **belum tentu mahal** — ia mungkin tumbuh lebih cepat atau berisiko lebih rendah. Dan perusahaan ber-PER rendah belum tentu murah.

(b) PBV didorong oleh imbal hasil ekuitas relatif terhadap biaya ekuitas.

$$PBV = \frac{ROE - g}{r - g}$$

Implikasi yang penting:

Kondisi	PBV wajar
$ROE > r$	> 1 — perusahaan menciptakan nilai
$ROE = r$	$= 1$ — impas
$ROE < r$	< 1 — perusahaan menghancurkan nilai

Ini alat diagnostik yang kuat. Perusahaan dengan PBV $0,6\times$ bukan otomatis murah — bila ROE-nya jauh di bawah biaya ekuitasnya, PBV rendah adalah **penilaian pasar yang benar**, bukan kesalahan.

Pertanyaan yang harus diajukan: “berapa ROE yang tersirat dari PBV ini, dan apakah ROE aktual perusahaan mendukungnya?”

4.5 Memilih pembandingan

Valuasi relatif hanya bermakna bila pembandingnya sah.

Empat syarat pembandingan yang sah:

Syarat	Alasan
Industri dan model usaha serupa	Struktur biaya, siklus, dan risiko sebanding
Tingkat pertumbuhan sebanding	Pertumbuhan adalah pendorong utama PER
Profil risiko sebanding	Termasuk utang, konsentrasi pelanggan, paparan regulasi
Ukuran dan likuiditas tidak terlalu jauh	Perusahaan kecil dan tidak likuid umumnya diperdagangkan pada rasio lebih rendah

Empat kesalahan pemilihan yang paling sering:

1. **Membandingkan lintas industri.** Rasio wajar berbeda secara fundamental antar-industri karena intensitas modal, siklus, dan pertumbuhan berbeda.

2. **Mencampur periode.** PER berdasarkan laba 12 bulan terakhir tidak sebanding dengan PER berdasarkan proyeksi laba tahun depan. **Nyatakan periodenya.**
3. **Mengabaikan struktur permodalan** saat memakai rasio berbasis ekuitas.
4. **Memilih pembandingan yang mendukung kesimpulan.** Ini bias konfirmasi (L0.9 B3) dalam bentuk paling langsung — dan paling sering tidak disadari.

Pertahanan terhadap kesalahan keempat: tetapkan **kriteria pembandingan tertulis sebelum** mengumpulkan datanya, lalu ambil **seluruh** perusahaan yang memenuhi kriteria — bukan yang Anda pilih setelah melihat angkanya (K-11).

Catatan konteks Indonesia. Beberapa kendala nyata yang harus dinyatakan dalam analisis:

Kendala	Dampak	Penanganan
Jumlah pembandingan di satu industri sering sedikit	Rata-rata tidak stabil	Nyatakan jumlah pembandingan; gunakan median
Perbedaan likuiditas sangat besar antar-emiten	Rasio emiten tipis tidak sebanding	Sertakan nilai transaksi harian sebagai kolom (L1.1)
Struktur kepemilikan terkonsentrasi	Porsi saham beredar kecil dapat memengaruhi harga	Catat porsi kepemilikan publik
Sebagian emiten memiliki lini usaha beragam	Pembandingan tidak setara	Periksa catatan segmen (L2I.1 §4.7)

4.6 Jebakan nilai dan distorsi siklus

Jebakan nilai adalah perusahaan yang rasionya rendah **dan tetap rendah atau memburuk**, karena fundamentalnya memang menurun.

Tiga sumber jebakan nilai:

(a) Laba pada puncak siklus. Pada perusahaan siklikal — komoditas, properti, otomotif, sebagian industri dasar — laba pada puncak siklus jauh di atas rata-rata jangka panjangnya. PER yang dihitung dari laba puncak tampak sangat rendah, **justro ketika sahamnya paling berisiko.**

Penangkal: normalisasi laba.

Laba normalisasi = Rata-rata laba selama satu siklus penuh (7–10 tahun)

Atau: $\text{margin rata-rata siklus} \times \text{pendapatan saat ini}$.

(b) Laba memuat pos satu-kali. Keuntungan penjualan aset, revaluasi, atau pemulihan penyisihan menaikkan laba tanpa mencerminkan kemampuan usaha (L2.4 Contoh 1).

Penangkal: hitung PER dari **laba usaha berkelanjutan**, bukan laba bersih dilaporkan.

(c) Penurunan struktural. Industri yang sedang tergantikan teknologi atau perubahan perilaku. Rasio rendah mencerminkan perkiraan pasar bahwa laba akan terus turun — dan pasar sering benar.

Penangkal: analisis industri dan keunggulan kompetitif (L2I.4).

Tiga pertanyaan uji jebakan nilai yang wajib dijawab:

1. Apakah laba yang saya pakai berada pada tingkat yang **berkelanjutan**?
2. Apakah rasio rendah ini **baru terjadi**, atau sudah bertahun-tahun?
3. Apa yang harus **berubah** agar rasionya naik — dan apakah ada alasan meyakini itu akan terjadi?

Pertanyaan ketiga adalah yang paling sering tidak terjawab. Tesis “ini murah” tanpa jawaban atas “apa yang akan mengubahnya” bukan tesis investasi — ia harapan.

4.7 Menyusun penilaian relatif yang jujur

Format kartu valuasi yang wajib dipakai:

Komponen	Isi
Periode data	Trailing 12 bulan / tahun buku / proyeksi — nyatakan
Harga dan tanggal	Rasio berubah setiap hari
Rasio berbasis ekuitas	PER, PBV, P/FCF, imbal hasil dividen
Rasio berbasis EV	EV/EBITDA, EV/EBIT
Komponen EV	Kapitalisasi, utang, kas — ditampilkan terpisah
Pembandingan	Daftar lengkap dengan kriteria pemilihan tertulis
Statistik pembandingan	Median dan kuartil, bukan hanya rata-rata
Posisi relatif	Di persentil berapa emiten ini
Penyesuaian	Normalisasi laba, penghapusan pos satu-kali — dengan perhitungannya
Uji jebakan nilai	Tiga pertanyaan §4.6 dijawab
Batas penilaian	Apa yang tidak dapat dijawab metode ini

Mengapa median, bukan rata-rata. Pada kelompok pembandingan kecil, satu pencilan menggeser rata-rata secara berlebihan (L2.3 §4.3). Median lebih tahan.

Batas metode yang wajib dinyatakan. Valuasi relatif menjawab “*mahal atau murah dibandingkan pembandingan*” — bukan “*berapa nilainya*”. Bila seluruh industri dinilai terlalu tinggi, perusahaan yang termurah di industri itu tetap mahal.

Untuk menjawab “berapa nilainya” diperlukan valuasi absolut — materi L2I.3.

5. Contoh Terhitung

Contoh 1 — Kartu valuasi lengkap

PT XYZ (melanjutkan Contoh 1 dari L2I.1, dalam Rp miliar kecuali dinyatakan lain):

Data pasar	Nilai
Saham beredar	5.000 juta lembar
Harga saham	Rp1.500
Kapitalisasi pasar	7.500

Data keuangan (dari L2I.1)	Nilai
Laba bersih	327,6
Ekuitas	1.900
EBITDA	735
Laba usaha (EBIT)	525
Pendapatan	4.200
Arus kas bebas	77
Utang berbunga	1.505
Kas	280

Perhitungan nilai perusahaan:

$$EV = 7.500 + 1.505 - 280 = 8.725$$

Rasio berbasis ekuitas:

Rasio	Perhitungan	Hasil
Laba per saham	$327.600 \text{ juta} \div 5.000 \text{ juta}$	Rp65,52
PER	$1.500 \div 65,52$	22,89×
Nilai buku per saham	$1.900.000 \text{ juta} \div 5.000 \text{ juta}$	Rp380
PBV	$1.500 \div 380$	3,95×
P/FCF	$7.500 \div 77$	97,40×
Imbal hasil dividen (asumsi pembagian 30%)	$(65,52 \times 30\%) \div 1.500$	1,31%

Rasio berbasis EV:

Rasio	Perhitungan	Hasil
EV/EBITDA	$8.725 \div 735$	11,87×
EV/EBIT	$8.725 \div 525$	16,62×
EV/Pendapatan	$8.725 \div 4.200$	2,08×

Uji konsistensi PBV terhadap ROE. Dari L2I.1, ROE = 17,24%. Dengan asumsi biaya ekuitas 12% dan pertumbuhan jangka panjang 5%:

$$\text{PBV wajar} = \frac{\text{ROE} - g}{r - g} = \frac{17,24\% - 5\%}{12\% - 5\%} = \frac{12,24}{7} = 1,75 \times$$

PBV aktual 3,95× versus PBV yang tersirat dari fundamental 1,75×.

Tafsir dan tindak lanjut. Selisih ini tidak otomatis berarti sahamnya mahal. Ia berarti **salah satu dari tiga hal** harus benar:

Kemungkinan	Yang harus diperiksa
Pasar memperkirakan ROE akan naik di atas 17,24%	Apakah ada dasar: perluasan kapasitas, perbaikan margin, keunggulan baru?
Pasar memperkirakan pertumbuhan jauh di atas 5%	Apakah pertumbuhan historis dan prospek industrinya mendukung?
Pasar menilai risikonya lebih rendah dari asumsi 12%	Apakah ada dasar: stabilitas laba, posisi pasar, neraca kuat?

Yang harus dilakukan analis: menghitung **berapa pertumbuhan yang tersirat** dari harga saat ini, lalu menilai apakah itu masuk akal.

Dengan ROE 17,24%, $r = 12\%$, dan PBV 3,95×:

$$3,95 = \frac{17,24\% - g}{12\% - g}$$

$$3,95(12\% - g) = 17,24\% - g \Rightarrow 47,40\% - 3,95g = 17,24\% - g$$

$$30,16\% = 2,95g \Rightarrow g = 10,22\%$$

Tafsir akhir. Harga saat ini tersirat mengandung asumsi pertumbuhan jangka panjang **10,22% per tahun selamanya**, pada ROE 17,24%.

Pertanyaan yang kini dapat dijawab dengan bukti: **apakah pertumbuhan 10,22% berkelanjutan itu masuk akal bagi perusahaan ini di industrinya?**

Ini adalah bentuk pertanyaan yang benar — dan jauh lebih berguna daripada “apakah PER 22,89× mahal?”

Catatan penting tentang P/FCF 97,40×. Angka ini mengonfirmasi kekhawatiran yang muncul di L2I.1: belanja modal menyerap 83,3% arus kas operasi. Bila sebagian besar belanja modal itu untuk **pemeliharaan**, maka arus kas bebas sejati sangat tipis dan valuasi berbasis arus kas akan jauh kurang menarik daripada yang ditunjukkan EV/EBITDA.

Pelajaran metodologis: rasio yang berbeda dapat menceritakan hal berbeda. Ketika itu terjadi, **selisihnya adalah temuan**, bukan gangguan.

Contoh 2 — Struktur permodalan mendistorsi PER

Dua perusahaan dengan **operasi identik**, berbeda hanya pada tingkat utang (Rp miliar):

	PT Ringan	PT Berat
Pendapatan	3.000	3.000
EBITDA	600	600
Penyusutan	150	150
EBIT	450	450
Utang bunga	500	3.000
Beban bunga (8%)	40	240
Laba sebelum pajak	410	210
Pajak (22%)	90,2	46,2
Laba bersih	319,8	163,8
Kas	0	0
Kapitalisasi pasar	5.500	3.000
EV	$5.500 + 500 = \mathbf{6.000}$	$3.000 + 3.000 = \mathbf{6.000}$

Rasio:

Rasio	PT Ringan	PT Berat
EV/EBITDA	$6.000 \div 600 = \mathbf{10,00\times}$	$6.000 \div 600 = \mathbf{10,00\times}$
EV/EBIT	$6.000 \div 450 = \mathbf{13,33\times}$	$6.000 \div 450 = \mathbf{13,33\times}$
PER	$5.500 \div 319,8 = \mathbf{17,20\times}$	$3.000 \div 163,8 = \mathbf{18,32\times}$
Cakupan bunga	$450 \div 40 = \mathbf{11,25\times}$	$450 \div 240 = \mathbf{1,88\times}$

Tafsir.

1. **Rasio berbasis EV identik** — karena operasinya memang identik. Ini yang seharusnya terjadi.
2. **PER berbeda** meski operasinya sama. Perbedaan ini **sepenuhnya berasal dari struktur permodalan**, bukan dari kualitas usaha.
3. **PT Berat memiliki PER lebih tinggi** — tampak “lebih mahal” — **dan** jauh lebih berisiko (cakupan bunga 1,88× versus 11,25×).

Uji tekanan — EBIT turun 30%:

	PT Ringan	PT Berat
EBIT baru	315	315
Beban bunga	40	240
Laba sebelum pajak	275	75
Laba bersih	214,5	58,5
Perubahan laba bersih	-32,9%	-64,3%
Cakupan bunga	7,88×	1,31×
PER pada harga semula	$5.500 \div 214,5 = \mathbf{25,64\times}$	$3.000 \div 58,5 = \mathbf{51,28\times}$

Pelajaran:

Kesimpulan	Dasar
Membandingkan PER antar-perusahaan dengan utang berbeda tidak sah	Contoh ini
Untuk membandingkan operasi, gunakan rasio berbasis EV	Rasio EV identik
Utang memperbesar perubahan laba ke kedua arah	Uji tekanan
PER rendah pada perusahaan berutang besar dapat berbalik dengan cepat	PER melonjak dari $18,32\times$ ke $51,28\times$ pada penurunan EBIT 30%

Contoh 3 — Jebakan nilai pada perusahaan siklikal

PT Delta, produsen komoditas (entitas rekaan).

Data tahun puncak siklus:

Butir	Nilai
Pendapatan	Rp6.000 miliar
Laba bersih	Rp900 miliar
Saham beredar	3.000 juta lembar
Harga saham	Rp2.000
Kapitalisasi pasar	Rp6.000 miliar

Rasio yang tampak:

Rasio	Perhitungan	Hasil
Laba per saham	$900.000 \div 3.000$	Rp300
PER	$2.000 \div 300$	$6,67\times$

PER $6,67\times$ tampak sangat murah.

Normalisasi — laba tujuh tahun terakhir (Rp miliar):

Tahun	Laba bersih
T-6	180
T-5	-120
T-4	60
T-3	240
T-2	420
T-1	680
T (tahun puncak)	900

Tahun	Laba bersih
Rata-rata 7 tahun	337,1

PER normalisasi:

Ukuran	Perhitungan	Hasil
Laba per saham normalisasi	$337.100 \div 3.000$	Rp112,38
PER normalisasi	$2.000 \div 112,38$	17,80×

Selisihnya: 6,67× versus **17,80×** — hampir tiga kali lipat.

Apa yang terjadi berikutnya. Harga komoditas turun; laba tahun berikutnya menjadi **Rp120 miliar**:

Ukuran	Nilai
Laba per saham baru	Rp40
PER pada harga Rp2.000	50,00×
Harga bila pasar menerapkan PER 15× pada laba baru	$15 \times 40 = \mathbf{Rp600}$
Perubahan harga	-70,0%

Diagnosis menggunakan tiga pertanyaan §4.6:

#	Pertanyaan	Jawaban pada PT Delta
1	Apakah laba berada pada tingkat berkelanjutan?	Tidak — 900 versus rata-rata siklus 337
2	Apakah rasio rendah baru terjadi?	Ya — muncul bersamaan dengan lonjakan laba
3	Apa yang harus berubah agar rasio naik?	Harga komoditas harus tetap tinggi selamanya — asumsi yang tidak dapat dipertahankan

Ketiga jawaban menunjuk ke arah yang sama.

Pelajaran inti modul ini.

Pada perusahaan siklikal, **PER paling rendah justru pada saat paling berbahaya**, dan PER paling tinggi (bahkan negatif) pada saat paling menarik — yaitu di dasar siklus ketika laba tertekan.

Ini kebalikan dari intuisi, dan merupakan salah satu cara paling umum investor ritel kehilangan uang pada analisis fundamental yang dikerjakan setengah jalan.

Penangkal yang wajib diterapkan pada setiap emiten siklikal:

Langkah	Tindakan
1	Identifikasi apakah emiten siklikal (periksa

Langkah	Tindakan
	volatilitas marjin 7–10 tahun)
2	Hitung laba normalisasi
3	Hitung rasio dengan laba normalisasi, bukan laba terkini
4	Periksa posisi harga komoditas/siklus terhadap rentang historisnya
5	Nyatakan asumsi siklus secara eksplisit dalam tesis

6. Lembar Kerja Peserta — LK-L2I.2

Bagian A — Kartu valuasi. Untuk emiten dari LK-L2I.1, susun kartu valuasi lengkap sesuai §4.7. Cantumkan tanggal harga dan periode data.

Bagian B — Komponen EV. Hitung EV dengan menampilkan setiap komponennya terpisah. Verifikasi utang berbunga dari catatan atas laporan keuangan, bukan dari ringkasan.

Bagian C — Kriteria pembanding tertulis. Tulis kriteria pemilihan pembanding **sebelum** mengumpulkan data. Lalu kumpulkan **seluruh** emiten yang memenuhi kriteria — minimal lima. Sertakan kolom nilai transaksi harian dan porsi kepemilikan publik.

Bagian D — Statistik pembanding. Hitung median, kuartil 1, dan kuartil 3 untuk setiap rasio. Tentukan posisi persentil emiten Anda. **Jelaskan mengapa median dipakai.**

Bagian E — Rasio lima tahun. Hitung seluruh rasio untuk lima tahun terakhir. Identifikasi tren dan jelaskan pendorongnya menggunakan §4.4.

Bagian F — Uji konsistensi fundamental. Hitung PBV wajar dari ROE dan bandingkan dengan PBV aktual. Hitung **pertumbuhan yang tersirat** dari harga saat ini seperti Contoh 1. Nilai kewajarannya.

Bagian G — Uji jebakan nilai. Jawab ketiga pertanyaan §4.6. Bila emiten siklikal, jalankan kelima langkah penangkal dan hitung rasio normalisasi.

Bagian H — Penyesuaian pos satu-kali. Identifikasi seluruh pos satu-kali dalam lima tahun. Hitung ulang laba berkelanjutan dan rasio berdasarkan laba itu.

Bagian I — Batas penilaian. Tuliskan secara eksplisit: apa yang **tidak** dapat dijawab valuasi relatif untuk emiten ini, dan pertanyaan apa yang tersisa untuk L2I.3 dan L2I.4.

7. Bank Soal

*Butir dikelompokkan menurut tingkat kognitif, dan **setiap butir juga diberi label per butir** sehingga fasilitator dapat menyusun kuis menurut bagian §4 yang sedang diajarkan, menurut tingkat kognitif, atau keduanya.*

Sebaran modul ini: C1 Mengingat 5 · C2 Memahami 5 · C3 Menerapkan 8 · C4 Menganalisis 4 · C5 Mengevaluasi 3.

C1 — Mengingat (5)

1. Tuliskan rumus nilai perusahaan (EV). (C1) (Kunci: kapitalisasi pasar + utang berbunga – kas (+ kepentingan nonpengendali))
2. Tuliskan rumus PBV wajar dari ROE. (C1) (Kunci: $(ROE - g) \div (r - g)$)
3. Sebutkan empat syarat pembandingan yang sah. (C1) (Kunci: industri/model usaha serupa, pertumbuhan sebanding, risiko sebanding, ukuran dan likuiditas tidak terlalu jauh)
4. Sebutkan tiga sumber jebakan nilai. (C1) (Kunci: laba puncak siklus, pos satu-kali, penurunan struktural)
5. Mengapa median dipakai alih-alih rata-rata untuk statistik pembandingan? (C1) (Kunci: lebih tahan pencilan pada kelompok kecil)

C2 — Memahami (5)

6. Jelaskan mengapa rasio valuasi adalah pertanyaan, bukan jawaban. (C2) (Kunci: rasio hanya menyatakan berapa yang dibayar pasar per satuan laba, aset, atau penjualan — ia tidak menyatakan apakah harga itu wajar. Rasio rendah dapat berarti murah atau berarti pasar mengetahui sesuatu yang belum Anda ketahui. Yang benar adalah memperlakukannya sebagai pemicu pertanyaan: apa yang harus benar agar rasio ini wajar?)
7. Mengapa rasio berbasis EV netral terhadap struktur permodalan? (C2) (Kunci: nilai perusahaan mencakup kapitalisasi pasar ditambah utang bersih, sehingga ia mengukur nilai seluruh usaha terlepas dari siapa yang membiayainya. EBITDA juga berada sebelum beban bunga. Karena pembilang dan penyebut sama-sama netral terhadap pendanaan, dua perusahaan dengan usaha identik namun struktur utang berbeda dapat dibandingkan langsung)
8. Jelaskan mengapa PBV di bawah 1 dapat merupakan penilaian pasar yang benar. (C2) (Kunci: PBV di bawah 1 berarti pasar menilai aset perusahaan lebih rendah daripada nilai bukunya — dan itu dapat benar bila imbal hasil atas ekuitasnya di bawah biaya ekuitas, sehingga setiap rupiah yang diinvestasikan ulang justru menghancurkan nilai. Nilai buku adalah catatan biaya historis, bukan nilai yang dapat direalisasikan)
9. Mengapa EBITDA menyesatkan pada perusahaan padat modal? (C2) (Kunci: EBITDA mengecualikan penyusutan, padahal pada perusahaan padat modal penyusutan mencerminkan konsumsi aset yang **harus** diganti agar usaha berlanjut. Mengabaikannya berarti memperlakukan belanja modal pemeliharaan seolah tidak ada, sehingga arus kas yang benar-benar tersedia bagi pemodal terlihat jauh lebih besar daripada kenyataannya)
10. Jelaskan mengapa PER perusahaan siklikal paling rendah justru saat paling berbahaya. (C2) (Kunci: pada puncak siklus, laba perusahaan siklikal berada pada titik tertinggi sehingga penyebut PER membesar dan rasionya terlihat rendah — tepat ketika harga sahamnya paling mahal relatif terhadap laba normalisasi. PER rendah di situ adalah sinyal puncak, bukan sinyal murah; yang dibandingkan seharusnya laba rata-rata sepanjang siklus)

C3 — Menerapkan (8)

11. Kapitalisasi pasar 4.800, utang berbunga 1.200, kas 350. Hitung EV. (C3) (Kunci: 5.650)
12. Dari soal 11, EBITDA 620 dan EBIT 430. Hitung EV/EBITDA dan EV/EBIT. (C3) (Kunci: $9,11\times$; $13,14\times$)

13. Laba bersih 250, saham beredar 2.000 juta, harga Rp900. Hitung EPS dan PER. (C3) (Kunci: Rp125; 7,20×)
14. Ekuitas 1.500, saham beredar 2.000 juta, harga Rp900. Hitung BVPS dan PBV. (C3) (Kunci: Rp750; 1,20×)
15. ROE 14%, biaya ekuitas 11%, pertumbuhan 4%. Hitung PBV wajar. (C3) (Kunci: 1,43×)
16. PBV aktual 2,60×, ROE 16%, biaya ekuitas 11%. Hitung pertumbuhan yang tersirat. (C3) (Kunci: 7,88%)
17. Laba 7 tahun (Rp miliar): 150, -80, 40, 200, 350, 560, 780. Hitung laba normalisasi dan PER normalisasi bila harga Rp1.600, saham 2.500 juta lembar. (C3) (Kunci: rata-rata 285,7; EPS normalisasi Rp114,3; PER 14,00×)
18. Dari soal 17, hitung PER berdasarkan laba tahun terakhir dan bandingkan. (C3) (Kunci: EPS Rp312; PER 5,13×; selisih 2,7 kali lipat)

C4 — Menganalisis (4)

19. Analisis mengapa PT Ringan dan PT Berat (Contoh 2) memiliki EV/EBITDA identik tetapi PER berbeda. (C4) (Kunci: karena EV/EBITDA netral terhadap struktur permodalan sementara PER tidak. PT Berat memiliki utang lebih besar, sehingga beban bunga memangkas laba bersih dan menaikkan PER-nya, meski nilai usahanya relatif terhadap EBITDA identik. Selisih kedua rasio itu justru merupakan informasi: ia menunjukkan berapa besar nilai yang dialihkan kepada kreditur)
20. Analisis mengapa PER PT Berat melonjak dari 18,32× ke 51,28× pada penurunan EBIT 30%. (C4) (Kunci: karena beban bunga bersifat tetap sementara EBIT menurun — pengungkit keuangan bekerja. Penurunan EBIT 30% memangkas laba bersih jauh lebih dalam karena bunga harus dibayar lebih dahulu dari laba yang sudah menyusut. Pada harga saham yang sama, laba bersih yang runtuh menaikkan PER secara dramatis; inilah mekanisme yang membuat perusahaan berutang besar tampak sangat mahal tepat saat kinerjanya melemah)
21. Analisis mengapa P/FCF 97,40× pada Contoh 1 merupakan temuan penting, bukan gangguan. (C4) (Kunci: karena P/FCF 97,40× menunjukkan arus kas bebas yang sangat kecil relatif terhadap harga, meski rasio berbasis laba tampak wajar. Selisih itu menandakan laba akuntansi tidak menjadi kas — karena belanja modal besar, modal kerja menyerap, atau laba memuat pos non-kas. Rasio berbasis kas menangkap apa yang tidak terlihat pada rasio berbasis laba)
22. Analisis mengapa pertanyaan “apa yang harus berubah agar rasionya naik” paling sering tidak terjawab. (C4) (Kunci: karena menjawabnya menuntut menyatakan asumsi yang dapat diuji dan dapat salah — berapa pertumbuhan yang harus tercapai, berapa margin yang harus dipertahankan, berapa lama. Sebagian besar tesis berbasis rasio berhenti pada perbandingan angka karena langkah berikutnya mengungkapkan bahwa tesis itu menuntut asumsi yang sulit dipertahankan)

C5 — Mengevaluasi (3)

23. Evaluasi kesimpulan: “PER emiten ini 6×, jauh di bawah rata-rata industri 14×, jadi ini murah.” Bongkar seluruh langkah yang hilang. (C5) (Kunci: langkah yang hilang: (a) apakah pembandingnya setara dari sisi model usaha, siklus, dan struktur permodalan; (b) apakah labanya normal atau memuat pos satu kali; (c) apakah perusahaan berada di puncak siklus (butir 10); (d) apakah rasio rendah mencerminkan risiko nyata — utang, tata kelola, penurunan struktural permintaan; (e) apakah rasio berbasis EV dan berbasis kas memberi kesimpulan yang sama; (f) apa yang harus

berubah agar rasionya naik. Tanpa keenamnya, ‘murah’ hanyalah pernyataan bahwa angkanya lebih kecil)

24. Evaluasi praktik memilih lima pembanding setelah melihat rasionya. Gunakan §4.5 dan L0.9 B3. (C5) (Kunci: itu membalik urutan yang sah dan merupakan penjangkaran serta bias konfirmasi (L0.9 B3) dalam bentuk paling langsung: pembanding dipilih agar menghasilkan kesimpulan yang diinginkan. Kriteria pembanding — model usaha, ukuran, siklus, struktur permodalan, pasar — wajib ditetapkan **sebelum** rasionya dilihat, dan seluruh perusahaan yang memenuhi kriteria itu masuk, termasuk yang merusak kesimpulan)
25. Evaluasi tesis investasi yang hanya berdasarkan valuasi relatif, tanpa valuasi absolut maupun analisis industri. Tentukan pertanyaan apa yang belum terjawab. (C5) (Kunci: yang belum terjawab: apakah perusahaan ini menciptakan nilai (ROIC dibanding biaya modal); apakah keunggulan kompetitifnya bertahan; bagaimana struktur industrinya; apakah arus kasnya nyata; berapa nilai yang tersirat dari asumsi yang harus benar. Valuasi relatif hanya menyatakan harga perusahaan ini **dibanding perusahaan lain** — bila seluruh industrinya dinilai terlalu tinggi, rasio yang lebih rendah tetap mahal. Ia tidak dapat berdiri sendiri sebagai tesis)

8. Rubrik Penilaian LK-L2I.2

Dimensi	1	2	3	4
D1 Ketepatan konsep	Membandingkan PER lintas struktur permodalan	Rasio benar, pendorong fundamental tidak dipahami	Seluruh rasio benar; pendorong §4.4 dijelaskan	Menghitung pertumbuhan tersirat dan menilai kewajarannya dengan bukti
D2 Kualitas data	Rasio disalin dari penyedia data	Sebagian dihitung sendiri	Seluruh rasio dihitung sendiri dari laporan audited; komponen EV diverifikasi dari catatan	Menandai perbedaan dengan angka penyedia data dan menjelaskan sebabnya
D3 Penalaran	Kriteria pembanding ditetapkan setelah melihat data	Kriteria tertulis, pembanding tidak lengkap	Kriteria tertulis di muka; seluruh emiten yang memenuhi diambil	Menyatakan keterbatasan kelompok pembanding Indonesia dan menyesuaikan kesimpulan
D4 Perlakuan risiko	Uji jebakan nilai tidak dilakukan	Dijawab normatif	Tiga pertanyaan §4.6 dijawab dengan bukti; normalisasi dihitung bila siklikal	Menghitung dampak harga bila laba kembali ke tingkat normalisasi

Dimensi	1	2	3	4
D5 Disiplin proses	Periode data tidak dinyatakan	Dinyatakan sebagian	Periode, tanggal harga, dan seluruh penyesuaian didokumentasikan	Kartu valuasi dapat direproduksi orang lain dari dokumentasi yang disertakan
D6 Komunikasi & etika	Menyimpulkan murah/mahal tanpa syarat	Syarat disebut samar	disebut Batas metode dinyatakan eksplisit; pertanyaan tersisa disebutkan	Menyatakan pembandingan yang sengaja dikeluarkan dan alasannya secara terbuka

Ambang lulus: rata-rata $\geq 3,0$ dan $D4 \geq 2$ dan $D5 \geq 2$.

D4 (perlakuan risiko) dan D5 (disiplin proses) bersifat menggugurkan: nilai 1 pada salah satunya membuat tugas harus diulang, berapa pun nilai dimensi lain.

9. Panduan Fasilitator

Alokasi kelas sinkron (7 JP = 350 menit, dua sesi)

Sesi 1 (175 menit) — Rasio dan pendorongnya

Menit	Kegiatan
0–20	Pemantik: “PER emiten A 6×, emiten B 28×. Mana yang lebih murah?” Kumpulkan jawaban.
20–55	Rasio berbasis ekuitas dan EV; mengapa EV dihitung demikian.
55–95	Praktik: hitung seluruh rasio Contoh 1 bersama; hitung EV dari komponennya.
95–135	Pendorong fundamental §4.4; PBV wajar dari ROE; hitung pertumbuhan tersirat.
135–175	Contoh 2: struktur permodalan mendistorsi PER. Uji tekanan.

Sesi 2 (175 menit) — Pembandingan dan jebakan

Menit	Kegiatan
0–40	Pemilihan pembandingan; empat kesalahan; kendala konteks Indonesia.
40–70	Praktik: peserta menulis kriteria pembandingan sebelum membuka data. Fasilitator memverifikasi

Menit	Kegiatan
	urutannya.
70–120	Contoh 3: jebakan nilai siklikal. Normalisasi laba dikerjakan bersama. Ini titik pengajaran utama.
120–150	Tiga pertanyaan uji jebakan nilai; penerapan pada emiten pilihan peserta.
150–170	Batas metode; apa yang tersisa untuk L2I.3 dan L2I.4.
170–175	Penugasan LK-L2I.2.

Catatan tentang menit 40–70 sesi 2. Urutan pengerjaan adalah inti latihan ini. Peserta yang menulis kriteria setelah melihat data akan menghasilkan kriteria yang kebetulan menghasilkan kesimpulan yang ia inginkan — dan tidak menyadarinya. Fasilitator wajib mengumpulkan kriteria tertulis **sebelum** membuka sesi data.

Aturan keras bagi fasilitator. Fasilitator **dilarang**:

- menyatakan bahwa sebuah emiten murah atau mahal;
- menyebut target harga atau nilai wajar untuk emiten nyata;
- menggunakan emiten nyata dalam contoh dengan cara yang menghasilkan kesimpulan layak/tidak layak dibeli.

Perhitungan atas emiten nyata dilakukan **oleh peserta, untuk peserta**, sebagai latihan metode. Fasilitator menilai **kualitas metodenya**, bukan kesimpulannya.

Titik miskonsepsi

1. **“PER rendah = murah.”** Bongkar dengan §4.1 dan Contoh 3.
2. **“PER tinggi = mahal.”** Bongkar dengan §4.4 — pertumbuhan dan risiko.
3. **“PBV di bawah 1 pasti murah.”** Bongkar dengan PBV wajar dari ROE.
4. **“EV/EBITDA selalu lebih baik.”** Koreksi: pada perusahaan padat modal, EV/EBIT atau P/FCF lebih tepat; pada perbankan, konsep EV tidak berlaku sebagaimana biasa.
5. **“Bandingkan saja dengan rata-rata industri.”** Bongkar dengan §4.5 — kriteria pembandingan dan median.
6. **“Emiten komoditas ini PER 5×, sangat murah.”** Bongkar dengan Contoh 3 — ini contoh paling penting di modul ini bagi pasar Indonesia yang porsi komoditasnya besar.

Pertanyaan pemantik

- Rasio yang Anda pakai: dihitung dari laba periode mana, dan apakah laba itu berkelanjutan?
- Berapa pertumbuhan yang tersirat dari harga saat ini? Apakah itu masuk akal?
- Apa yang harus berubah agar rasio emiten ini naik — dan mengapa Anda meyakini itu akan terjadi?

Jembatan ke modul berikutnya. Valuasi relatif menjawab “mahal atau murah **dibandingkan apa**”. L2I.3 menjawab pertanyaan yang lebih sulit dan lebih mendasar: **berapa nilainya secara mandiri**, dihitung dari arus kas yang akan dihasilkannya.

10. Penafian

Materi ini bersifat edukatif. **PT XYZ, PT Ringan, PT Berat, dan PT Delta adalah entitas rekaan**; seluruh angkanya ilustrasi dan tidak merujuk pada emiten nyata mana pun. Rasio valuasi, asumsi biaya ekuitas, dan asumsi pertumbuhan yang digunakan adalah ilustrasi pengajaran, bukan penilaian atas emiten mana pun. Modul ini tidak menyatakan sebuah efek murah, mahal, layak, atau tidak layak dibeli, tidak memberikan target harga, dan bukan saran investasi personal.