

Comparative Valuation of an ICT Firm Using Discounted Cash Flow and EV/EBITDA Multiples Evidence from PT ESA

Kamal Abdillah¹, Nurul Aisyah Rachmawati^{2*}

¹ Universitas Trilogi, Jakarta Selatan, Indonesia

² Universitas Trilogi, Jakarta Selatan, Indonesia

abdi.kml@gmail.com¹, nurulaisyah@universitas-trilogi.ac.id^{2*}

INFO ARTIKEL

Histori Artikel :

Tgl. Masuk : 11-02-2026

Tgl. Diterima : 28-03-2026

Tersedia Online : 31-03-2026

Keywords:

Enterprise Valuation,
Discounted Cash Flow,
EV/EBITDA, ICT Firm,
Investment Decision

ABSTRAK/ABSTRACT

This study analyzes the firm valuation of PT Elang Strategi Adidaya (PT ESA), an Indonesian ICT system integrator experiencing rapid revenue and profit growth alongside persistent operating cash flow constraints. Despite strong financial performance, liquidity pressure arises from a high proportion of indirect projects with long payment cycles, highlighting the need for an appropriate valuation approach to support investment decisions. Using a qualitative case study method, this research combines financial statement analysis with in-depth interviews of key management and operational stakeholders. Firm valuation is conducted using Book Value, Discounted Cash Flow (DCF) with Free Cash Flow to Firm (FCFF), and relative valuation through EV/EBITDA multiples based on comparable ICT firms. The results show that PT ESA's book value of IDR 37.75 billion represents a conservative lower bound and does not reflect future cash flow potential or intangible assets. In contrast, the DCF approach estimates an enterprise value of approximately IDR 609.07 billion, supported by strong growth prospects and profitability. The EV/EBITDA analysis further indicates valuation upside relative to industry peers. Overall, cash flow-based valuation provides a more representative measure of firm value for high-growth ICT companies facing working capital challenges.

PENDAHULUAN

PT ESA merupakan salah satu Perusahaan ICT (*Information and Communication Technology*) System Integrator nasional yang berkembang signifikan dengan portofolio proyek pada segmen Telkom (BUMN) dan TNI/Polri (APBN). Pada tahun 2024, PT. ESA mencatatkan adanya kenaikan proyek yang diterima dimana PT. ESA menerima 17 proyek. Ini menunjukkan adanya kenaikan sebesar 112,5%.

Kenaikan jumlah proyek ini juga diikuti dengan adanya kenaikan revenue perusahaan sebesar 42,5 miliar. Revenue perusahaan pada 2024 menunjukkan

adanya peningkatan sebesar 4,3% dibandingkan pada tahun 2023. Pada kuartal ketiga di tahun 2025 yang sedang berjalan ini, jumlah proyek yang diterima oleh PT. ESA sebesar 19 proyek dengan revenue sebesar 115,2 miliar yang menandakan ada kenaikan revenue sebesar 171% dari tahun 2024.

Dengan adanya peningkatan revenue yang didapat, idealnya cash flow perusahaan juga ikut baik. Akan tetapi, fakta yang sebenarnya terjadi cash flow perusahaan PT. ESA justru tidak baik. Hal ini disebabkan karena jumlah proyek yang diterima oleh PT. ESA 70%-nya adalah indirect dan hanya 30% yang direct. Proses penagihan proyek yang indirect

membutuhkan waktu yang lama dan proses yang panjang.

Berdasarkan data internal dari PT. ESA, rata-rata waktu yang dibutuhkan dari pelaksanaan proyek hingga pembayaran membutuhkan selama 1,2 tahun. Selama rentang waktu tersebut, PT. ESA tetap harus mengeluarkan biaya modal untuk pelaksanaan proyek dan juga gaji karyawan yang terlibat pada proyek tersebut serta karyawan non proyek.

Studi yang Deb et al. (2018) menyebutkan bahwa *cash flow* menjadi salah satu faktor penting dalam perusahaan. Deb et al. (2018) menemukan adanya hubungan yang positif antara *cash flow* dengan *industry competition*. Ini berarti dengan *cash flow* yang baik, perusahaan mampu bersaing dengan perusahaan lainnya. Deb et al. (2018) juga menemukan bahwa *cash flow* yang baik cenderung mendorong perusahaan untuk dapat berkembang lebih pesat lagi. Dari segi relasi internal, hasil studi dari Deb et al. (2018) menemukan bahwa *stakeholder* yang ada di perusahaan cenderung lebih akurat jika *cash flow* perusahaan baik.

Sebaliknya, *cash flow* perusahaan yang tidak baik akan menyebabkan terjadinya konflik antar *stakeholder* (Deb et al., 2018). Selain itu, tidak bagusnya *cash flow* yang dimiliki oleh Perusahaan membuat Perusahaan kesulitan untuk membiayai kewajiban jangka pendek, seperti membayar gaji karyawan, membayar hutang, dan modal usaha Perusahaan (Laghari et al., 2023).

Mengacu kepada studi yang dilakukan Wang (2020), perusahaan yang sedang mengalami *cash flow* yang tidak baik dapat harus melakukan efisiensi penggunaan keuangan, mengoptimisasikan uang yang ada, dan melakukan pengembangan sumber keuangan yang dapat dilakukan dengan mencari suntikan dana baik melalui perbankan ataupun investasi. PT. ESA sendiri sudah melakukan efisiensi anggaran operasional dan juga melakukan pemutusan hubungan kerja kepada beberapa karyawan. Selain itu, PT. ESA juga sudah melakukan peminjaman terhadap perbankan untuk dapat menutupi

cash flow yang tidak baik. Namun, peminjaman kepada perbankan ini menjadi permasalahan tersendiri dikarenakan bunga yang terus berjalan dan semakin membesar.

Untuk itu, PT. ESA mulai melakukan pencarian investor yang dapat memberikan suntikan dana untuk operasional kantor. Oleh karena itu, penentuan nilai wajar perusahaan melalui pendekatan valuasi yang tepat menjadi krusial untuk membangun kepercayaan investor. Pada saat ini, PT. ESA masih menghitung valuasi investasi menggunakan *book value*.

Menurut Sharma (2016), *book value* adalah nilai bersih aset perusahaan menurut neraca akuntansi (total aset dikurangi total kewajiban atau shareholders' equity). Meskipun merupakan *value anchor* yang paling objektif, *book value* memiliki beberapa kekurangan signifikan, yaitu: didasarkan pada biaya historis sehingga tidak mencerminkan nilai pasar aset saat ini, mengabaikan *intangible assets*, seperti merek, paten, dan *network effects*, rentan terhadap manipulasi melalui pilihan metode depresiasi atau *write-off goodwill*, tidak mencerminkan *earning power* maupun *growth potential*, serta nilai likuidasi aktual biasanya jauh lebih rendah daripada *book value* karena biaya *fire-sale* dan *discount inventory* (Sharma, 2016).

Berdasarkan perhitungan *book value* perusahaan diperoleh dari selisih antara total aset dan total kewajiban. Total aset perusahaan tercatat sebesar Rp140,48 miliar, sementara total kewajiban sebesar Rp102,72 miliar, sehingga menghasilkan nilai buku sebesar Rp37,75 miliar.

Book value tersebut merepresentasikan nilai ekuitas perusahaan berdasarkan pendekatan akuntansi historis. Namun demikian, nilai ini belum sepenuhnya mencerminkan nilai ekonomis perusahaan, khususnya potensi arus kas masa depan dan kontribusi aset tidak berwujud, seperti kapabilitas sumber daya manusia, relasi dengan pelanggan strategis, serta prospek pertumbuhan bisnis di sektor ICT.

Dengan kekurangan tersebut, pada studi ini, peneliti ingin melakukan

perhitungan valuasi perusahaan menggunakan pendekatan *Discounted Cash Flow (DCF)* dan *EV/Ebitda Multiples* terhadap perusahaan sejenis di industri sistem informasi. Damodaran (2025) menyebutkan DCF merupakan perhitungan yang menghubungkan nilai dari suatu aset pada saat ini dengan nilai aset pada masa depan. DCF memiliki beberapa kelebihan yang membuat pendekatan ini masih sering digunakan.

Kelebihan dari DCF adalah kemampuannya untuk menggambarkan nilai intrinsik suatu aset atau perusahaan berdasarkan fundamental ekonominya, yaitu dengan menghitung nilai kini dari arus kas masa depan yang diharapkan. Pendekatan ini berangkat dari prinsip bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh kapasitasnya dalam menghasilkan arus kas, sehingga penilaian dilakukan secara rasional dan berbasis kinerja ekonomi, bukan semata-mata pada angka akuntansi historis (Damodaran, 2025).

Sebaliknya, pendekatan berbasis *book value* memiliki keterbatasan karena bertumpu pada nilai akuntansi historis yang tercatat dalam laporan keuangan. *Book value* sering kali tidak mencerminkan nilai ekonomi sebenarnya, terutama ketika perusahaan memiliki aset tak berwujud yang signifikan, mengalami perubahan teknologi, atau beroperasi dalam lingkungan inflasi (Brealey et al., 2020).

Selain itu, *book value* sangat dipengaruhi oleh kebijakan akuntansi dan metode pencatatan, sehingga kurang mampu menangkap potensi penciptaan arus kas di masa depan (Damodaran, 2025). Oleh karena itu, ukuran berbasis *book value* lebih tepat digunakan sebagai alat perbandingan relatif daripada sebagai dasar penentuan nilai intrinsik (Brealey et al., 2020).

Metode DCF juga fleksibel dan dapat disesuaikan dengan berbagai kebutuhan analisis, seperti valuasi ekuitas, valuasi seluruh perusahaan, maupun pendekatan *Adjusted Present Value (APV)*. Selain itu, DCF memaksa analis untuk secara transparan menyatakan asumsi-asumsi utama terkait pertumbuhan, risiko, dan arus kas, sehingga proses penilaian

menjadi lebih terukur dan dapat diuji (Damodaran, 2025).

Sementara itu, EV/EBITDA merupakan salah satu rasio yang digunakan dalam pendekatan relative valuation sebagaimana dijelaskan oleh Damodaran (2025). Rasio ini menghubungkan *Enterprise Value (EV)* — yaitu nilai total perusahaan yang mencakup ekuitas, utang, dan klaim lainnya terhadap perusahaan — dengan *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization (EBITDA)*, yang mencerminkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba operasional sebelum pengaruh keputusan pendanaan dan akuntansi.

Dengan demikian, EV/EBITDA menggambarkan berapa kali nilai perusahaan dibandingkan dengan kemampuan perusahaan menghasilkan arus kas operasionalnya. Damodaran (2025) menjelaskan bahwa rasio ini dapat digunakan untuk menilai perusahaan dengan membandingkan multiple EV/EBITDA suatu perusahaan dengan perusahaan sejenis di industri yang sama (Damodaran, 2025).

EV/EBITDA memiliki beberapa kelebihan yang membuat rasio ini menjadi salah satu ukuran valuasi relatif yang paling banyak digunakan. Kelebihan dari EV/EBITDA adalah kemampuannya menilai kinerja operasi perusahaan secara murni, karena rasio ini menghilangkan pengaruh struktur pendanaan, perbedaan kebijakan depresiasi, serta variasi tingkat pajak antar perusahaan. Dengan demikian, perbandingan antarperusahaan menjadi lebih objektif dan tidak bias oleh faktor non-operasional (Damodaran, 2025).

Selain itu, EV/EBITDA cocok digunakan untuk membandingkan perusahaan dengan struktur modal yang berbeda, karena *enterprise value* mencakup nilai utang dan ekuitas sekaligus, sehingga memberikan gambaran nilai total perusahaan. Rasio ini juga dianggap lebih stabil dibandingkan ukuran berbasis laba bersih, sebab EBITDA cenderung tidak terlalu dipengaruhi oleh fluktuasi bunga, pajak,

atau kebijakan akuntansi (Damodaran, 2025).

Kelebihan lain dari EV/EBITDA adalah sifatnya yang praktis dan luas digunakan oleh analis serta investor untuk menilai efisiensi operasional perusahaan dan menilai apakah suatu perusahaan tergolong murah atau mahal dibandingkan pesaingnya. Menurut Damodaran (2025), meskipun metode ini termasuk dalam pendekatan *relative valuation* yang bergantung pada harga pasar, EV/EBITDA tetap menjadi alat penting karena kesederhanaannya serta kemampuannya menggambarkan nilai perusahaan dengan cepat dan bermakna (Damodaran, 2025).

Analisis terhadap kedua pendekatan valuasi tersebut menjadi penting untuk merumuskan strategi keuangan yang tepat, baik dari sisi efisiensi modal kerja, manajemen arus kas, maupun keputusan investasi dan pendanaan. Dengan demikian, penelitian ini menjadi relevan untuk memahami bagaimana strategi keuangan yang diterapkan oleh PT. ESA dapat memengaruhi nilai perusahaan, serta bagaimana hasil valuasi berdasarkan DCF dan EV/Ebitda Multiples dapat dijadikan dasar dalam pengambilan keputusan strategis oleh manajemen kepada calon investor.

Riset ini diharapkan dapat memberikan kontribusi pada literatur valuasi perusahaan khususnya di sektor ICT di Indonesia. Selain itu, riset ini dapat dijadikan referensi penelitian lanjutan terkait strategi pembiayaan dan valuasi pada industri berbasis proyek jangka panjang.

KERANGKA TEORITIS

Konsep Dasar Valuasi

Valuasi adalah proses sistematis untuk menentukan nilai ekonomi suatu bisnis atau kepentingan dalam perusahaan berdasarkan analisis data keuangan, kondisi industri, dan risiko yang melekat, dengan mempertimbangkan asumsi-asumsi terkait nilai yang diinginkan, seperti *fair market value* atau *investment value* (Trugman, 2024). Selain itu, valuasi mencakup penerapan metode-metode yang diakui secara umum

termasuk pendekatan pendapatan, pasar, dan asset sehingga proses penilaian dilakukan secara terstruktur dan dapat dipertanggungjawabkan secara teoritis dan praktis (Trugman, 2024).

Damodaran (2025) menjelaskan bahwa valuasi tidak hanya penting bagi investor yang ingin menilai kelayakan investasi, tetapi juga bagi manajer perusahaan dalam pengambilan keputusan strategis seperti merger dan akuisisi, restrukturisasi, hingga penilaian kinerja. Terdapat tiga pendekatan utama dalam valuasi, yaitu *Discounted Cash Flow (DCF) valuation*, *Relative Valuation*, dan *Contingent Claim Valuation*.

Discounted Cash Flow (DCF)

Menurut Damodaran (2012), pendekatan DCF mendasarkan penilaian nilai suatu aset pada nilai kini dari arus kas masa depan yang diharapkan, dengan mempertimbangkan tingkat risiko yang tercermin dalam tingkat diskonto (*discount rate*).

DCF mengasumsikan bahwa harga pasar tidak selalu mencerminkan nilai intrinsik yang sebenarnya, dan bahwa penyimpangan tersebut akan terkoreksi dalam jangka waktu tertentu. Oleh karena itu, pendekatan ini berupaya menemukan nilai fundamental perusahaan berdasarkan analisis arus kas dan risiko yang melekat pada bisnis (Damodaran, 2012).

Pendekatan DCF yang digunakan pada penelitian ini adalah *free cash flow to firm*. Analisis valuasi menggunakan metode DCF dengan pendekatan *Free Cash Flow to Firm (FCFF)* merupakan salah satu pendekatan yang paling komprehensif dalam menentukan nilai intrinsik perusahaan. Damodaran (2025) menyatakan bahwa FCFF adalah arus kas yang tersedia bagi seluruh penyandang dana perusahaan (baik pemilik ekuitas maupun kreditur), sehingga metode ini memberikan gambaran menyeluruh tentang nilai ekonomi yang diciptakan oleh perusahaan.

Free Cash Flow to Firm dihitung berdasarkan arus kas operasional perusahaan setelah dikurangi pengeluaran investasi dan kebutuhan

modal kerja. Damodaran (2025) menjelaskan bahwa FCFF adalah ukuran arus kas yang benar-benar mencerminkan kemampuan perusahaan menciptakan nilai tanpa dipengaruhi oleh struktur pendanaan. FCFF diperoleh dengan menggunakan formula:

$$\text{FCFF} = \text{NOPAT} + \text{Depresiasi} - \text{Belanja Modal} - \Delta \text{NWC}$$

NOPAT (*Net Operating Profit After Tax*) dihasilkan dari EBIT setelah dikurangi pajak. Depresiasi ditambahkan kembali karena merupakan biaya non-kas, sementara Capex dan perubahan modal kerja diperhitungkan sebagai kebutuhan investasi yang harus dipenuhi sebelum arus kas dapat didistribusikan kepada pemilik modal.

EV/EBITDA Multiples

Menurut Damodaran (2025), EV/EBITDA (*Enterprise Value to Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization*) merupakan rasio valuasi relatif yang menghubungkan nilai total perusahaan (*Enterprise Value*) dengan kemampuan perusahaan menghasilkan laba operasional sebelum faktor-faktor non-kas dan non-operasional. Rumus dasar EV/EBITDA adalah sebagai berikut: $\text{EV/EBITDA} = \text{Enterprise Value} / \text{EBITDA}$ di mana:

- *Enterprise Value (EV)* = nilai total perusahaan, yaitu nilai pasar ekuitas + total utang – kas dan setara kas.
- EBITDA = laba sebelum bunga, pajak, depresiasi, dan amortisasi, yang menggambarkan kinerja operasi inti perusahaan.

Dengan demikian, rasio ini menunjukkan berapa kali nilai perusahaan dibandingkan kemampuan perusahaan menghasilkan arus kas operasionalnya. Nilai EV/EBITDA yang lebih rendah dapat mengindikasikan bahwa perusahaan dinilai relatif murah, sedangkan nilai yang lebih tinggi menunjukkan perusahaan dinilai relatif mahal dibandingkan perusahaan sejenis (Damodaran, 2025).

METODOLOGI PENELITIAN

Jenis Penelitian

Penelitian ini menggunakan metode penelitian kualitatif dengan pendekatan studi kasus. Menurut Creswell (2014), penelitian kualitatif bertujuan untuk memahami fenomena secara mendalam dengan menelusuri makna, proses, dan konteks di balik data yang dikaji. Pendekatan studi kasus digunakan untuk memperoleh pemahaman yang komprehensif terhadap suatu entitas tertentu, dalam hal ini PT. ESA, dengan fokus pada penerapan metode valuasi perusahaan menggunakan pendekatan *Discounted Cash Flow (DCF)* dan *EV/EBITDA Multiple*.

Melalui pendekatan ini, peneliti berupaya menganalisis nilai perusahaan berdasarkan data keuangan aktual dan kondisi spesifik PT. ESA, bukan semata-mata berdasarkan perhitungan teoritis. Dengan demikian, hasil penelitian diharapkan dapat memberikan gambaran empiris mengenai efektivitas dan perbedaan hasil valuasi antara dua metode tersebut dalam konteks perusahaan yang diteliti.

Lokasi dan Obyek Penelitian

Penelitian ini dilakukan pada PT. ESA, sebuah perusahaan ICT yang menjadi subjek utama studi kasus. Pemilihan PT. ESA sebagai obyek penelitian didasarkan pada beberapa pertimbangan, yaitu:

- a) Ketersediaan data keuangan yang lengkap dan terverifikasi, sehingga memungkinkan analisis valuasi dilakukan secara komprehensif.
- b) Relevansi dengan konteks penelitian, di mana PT. ESA merupakan perusahaan yang memiliki struktur modal dan aktivitas operasional yang representatif untuk penerapan metode valuasi DCF dan EV/EBITDA.
- c) Kelayakan akses data, karena laporan keuangan perusahaan dapat diperoleh langsung dari sumber internal (laporan tahunan, laporan manajemen, dan dokumen keuangan lainnya).

Jenis dan Sumber Data

Menurut Gravetter dan Forzano (2021), data penelitian terbagi menjadi dua, yaitu data primer dan data sekunder. Data primer adalah data yang diperoleh secara langsung dari sumber pertama oleh peneliti yang melakukan penelitian. Sebaliknya, data sekunder adalah data yang tidak dikumpulkan langsung oleh peneliti, melainkan diperoleh dari pihak lain yang sebelumnya telah mengumpulkan atau melaporkan data tersebut (Gravetter & Forzano, 2021).

Data yang digunakan dalam penelitian ini terdiri atas data primer dan data sekunder.

- Data Primer: Data primer diperoleh dari hasil wawancara dengan total 9 orang tim PT. ESA yang meliputi; 2 Sales Manager, 2 Presales, dan 2 staff Keuangan. Untuk memvalidasi pernyataan 9 partisipan tersebut, peneliti melakukan triangulasi kepada Chief of Finance, Direktur, dan General Manager Commercial (Creswell, 2013).
- Data Sekunder: Data sekunder diperoleh secara langsung dari sumber utama, yaitu laporan keuangan PT. ESA yang mencakup laporan laba rugi, neraca, laporan arus kas, serta catatan atas laporan keuangan. Data ini digunakan untuk menghitung nilai perusahaan menggunakan pendekatan DCF dan EV/EBITDA.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Kondisi Keuangan PT. ESA

Kondisi keuangan PT. ESA selama periode 2022 hingga Triwulan III 2025 menunjukkan transformasi signifikan dari fase early growth menuju high-growth firm dengan ekspansi agresif dan penciptaan nilai yang kuat bagi pemegang saham.

Dari sisi pertumbuhan pendapatan, perusahaan mencatat lonjakan ekstrem pada 2023 sebesar 698% (Rp5,11 miliar menjadi Rp40,81 miliar), mencerminkan ekspansi kontrak dan peningkatan skala

proyek. Tahun 2024 mengalami fase konsolidasi dengan pertumbuhan 4,3%, sebelum kembali melonjak 171% pada 2025 (Q3) menjadi Rp115,29 miliar. Pola ini menunjukkan siklus ekspansi dan stabilisasi yang sehat.

Tabel 1. Laporan Keuangan 2022-2025 (Q3)

INCOME STATEMENT / LAPORAN LABA RUGI				
Akun	2022	2023	2024	2025 (Q3)
Net Revenue	5.111	40.805	42.547	115.286
Cost of Sold Service (COSS)	2.777	26.873	24.381	80.130
Gross Profit (GPM)	2.334	13.932	18.166	35.157
Operational Expense (Opex)	1.510	4.969	8.277	8.540
Depreciation	62	291	494	380
Operating Profit (EBIT)	762	8.672	9.396	26.237
Non Operating Profit	9	(3.757)	(5.615)	(7.089)
Earnings Before Tax	772	4.916	3.780	19.147
Tax	128	1.158	961	4.212
Net Income	644	3.758	2.819	14.935
EBITDA	700	8.381	8.902	25.857

*dalam jutaan

Sumber: Laporan Keuangan 2022 sd 2025 (Q3)

Tabel 2. Laporan Posisi Keuangan

NERACA*				
	2022	2023	2024	2025 (Q3)
ACCOUNT				
Assets				
Current Asset				
Cash&Bank	320	7.876	15.601	8.401
Account Receivable	5.689	24.501	95.900	116.526
Other Current Asset	590	2.662	6.933	9.995
Total Current Asset	6.599	35.039	118.435	134.921
Non Current Asset				
Fixed Asset	4.265	5.442	5.775	5.562
Other Non Current Asset				
Total Non Current Asset	4.265	5.442	5.775	5.562
Total Asset	10.864	40.481	124.210	140.483
LIABILITIES AND EQUITY				
Liabilities				
Current Liability				
Account Payable	227	4.897	5.929	619
Other Current Liability	2.392	582	3.160	3.964
Total Current Liabilities	2.620	5.479	9.089	4.584
Non Current Liability				
Long term Debt	-	-	-	-
Bank Loans	-	23.000	92.300	98.144
Total Non Current Liabilities	-	23.000,00	92.300,00	98.143,57
Total Liabilities	2.620	28.479	101.389	102.727
Equity				
Owners Equity	2.000	2.000	10.000	10.000
Retained Earnings	5.600	6.244	10.002	12.821
Profit/Loss	644	3.758	2.819	14.935
Deviden dan Prive	-	-	-	-
Total Equity	8.244	12.002	22.821	37.756
Total Liabilities and Equity	10.864	40.481	124.210	140.483

*dalam jutaan

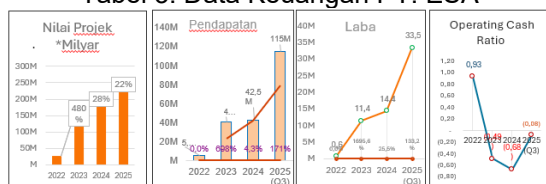
Sumber: Laporan Posisi Keuangan

Pada aspek profitabilitas, pertumbuhan laba bersih bahkan melampaui pertumbuhan pendapatan. Tahun 2023 laba meningkat 1.695,6%, disusul pertumbuhan 25,5% di 2024 dan 133,2% di 2025 (Q3). Kinerja ini mencerminkan peningkatan efisiensi operasional dan operational leverage yang positif. Hal tersebut diperkuat oleh Return on Equity (ROE) yang meningkat dari 7,7% (2022) menjadi 29,9% (2023), sempat terkoreksi ke 11,0% (2024), dan kembali melonjak menjadi 45,2% (2025

Q3). Angka ini menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menciptakan shareholder value secara optimal.

Dari sisi struktur keuangan, total aset tumbuh agresif (272,6% pada 2023 dan 206,8% pada 2024), mencerminkan ekspansi modal kerja dan investasi produktif. Ekuitas juga meningkat kuat setiap tahun (45,6%–90,1%–83,9%), memperlihatkan penguatan permodalan internal melalui akumulasi laba ditahan. Namun demikian, Operating Cash Flow Ratio menunjukkan tekanan likuiditas akibat ekspansi cepat. Rasio yang sempat positif 0,93 (2022) berubah negatif pada 2023 dan 2024, sebelum membaik menjadi -0,08 pada 2025 (Q3). Kondisi ini mengindikasikan tantangan dalam konversi laba menjadi kas, terutama akibat kebutuhan modal kerja dan peningkatan piutang usaha.

Tabel 3. Data Keuangan PT. ESA



Sumber: Data Keuangan PT. ESA

Secara keseluruhan, PT. ESA menunjukkan profil perusahaan bertumbuh tinggi dengan profitabilitas dan pengembalian ekuitas yang kuat, namun tetap perlu memperkuat manajemen arus kas dan pengendalian modal kerja guna memastikan keberlanjutan pertumbuhan jangka panjang.

Hasil Wawancara

Untuk mengetahui target *revenue* dan segmentasi pasar yang akan dituju oleh PT. ESA dalam periode 2025-2029, peneliti melakukan wawancara dengan Direktur dari PT. ESA yang berinisial AFN. Terkait dengan *revenue*, AFN menyebutkan bahwa target besar di tahun 2029 ada di angka Rp. 609.429.665.988. Namun, untuk sampai ke angka tersebut, AFN menyebutkan perusahaan akan tetap

bertumbuh secara perlahan-lahan dari tahun ke tahun.

"Kebetulan kemarin itu udah rapat BOD, ya. Eee, dari Manajemen si clear kalau 2029 itu targetnya di 600 miliar sekian lah."

"Ya, pasti lah (bertahap naik pertahun). Ini saya agak sedikit lupa ya nilai pastinya berapa, cuman nanti saya kasih tabel proyeksi revenue-nya ya. Intinya sih di tahun 2025 itu 212 Miliar. Di 2026 kita berharap ada kenaikan dong, cuman ya targetnya si masih sekitar 280 Miliaran lah. Nah, di 2027 ini kita mau lebih nge-gas lagi soal revenue. Kita targetin kenaikannya sekitar 390-an M. Nanti di 2028-nya di angka 479 atau 480 an, baru di 2029 itu 600 an M lah."

Sementara itu, berkaitan dengan segmentasi pasar, AFN menyebutkan bahwa PT. ESA menargetkan untuk lebih banyak fokus pada proyek-proyek yang direct dibandingkan dengan proyek yang indirect. Lebih lanjut, AFN menyebutkan persentase pembagian proyeknya sekitar 60% proyek direct dan 40% proyek indirect. Untuk itu, segmentasi pasarnya akan lebih banyak kepada Aparatur Penegak Hukum (APH), Pemerintah Daerah (Pemda), dan Kementerian maupun Institusi Pemerintahan.

"Oke. Fokus kita si mau ada pertumbuhan yang emang berkualitas. Target kita di tiga tahun kedepan itu memperbaiki komposisi revenue 60 persen direct dan 40 persen indirect, supaya cash flow kita ga ke ganggu karna harus nunggu lama buat penagihan."

"Buat segmentasi pasar, sebenarnya masih akan sama kaya tahun sebelumnya, fokus akan di Kepolisian atau APH, Pemda, sama Institusi atau Kementerian, itu sih."

Sejalan dengan target yang telah ditetapkan oleh Perusahaan, peneliti kemudian melakukan wawancara kepada Manager Sales untuk proyek direct maupun indirect. Berdasarkan hasil wawancara dengan Manager Sales untuk proyek direct yang berinisial MHF, menyebutkan bahwa secara pertumbuhan proyek direct per tahun berada di angka 30%.

"Kalo dilihat dari pipeline yang kami sudah susun di awal tahun sih, ee per tahun itu ya bisa pertumbuhannya per tahun 30% si Mas."

Dari hasil wawancara dengan Manager Sales Direct, peneliti melakukan triangulasi dengan mewawancarai General Manager Commercial terkait dengan pertumbuhan Pendapatan. Dari hasil wawancara dengan General Manager Commercial yang berinisial RK, RK membenarkan bahwa pertumbuhan pendapatan perusahaan bisa tercapai di angka 30% per tahun berdasarkan pipeline yang sudah disusun.

"Iya, kalau dari pantauan saya sampai hari ini, betul si Mas kita bisa dapat pertumbuhan per tahun itu 30%. Ini masih realistis. Cuma memang kan permasalahan kita ada di konversi kontrak kerja ke invoice ya."

Sementara itu, hasil wawancara peneliti dengan Manager Sales Indirect yang berinisial RDV, RDV menyebutkan bahwa sampai sejauh ini, proyek indirect masih terus menjadi penopang revenue total dari Perusahaan. Namun, RDV menjelaskan bahwa dengan adanya arahan dari Direktur mengenai persentase segmentasi pasar kedepannya, RDV menjadi lebih selektif terhadap proyek indirect.

"Proyek indirect masih hampir setengah dari total revenue, tapi payment terms-nya panjang, jadi tidak selalu sejalan dengan arus kas. Makanya kita sekarang agak lebih selektif lagi si."

Berdasarkan hasil wawancara tersebut, peneliti menilai bahwa asumsi pertumbuhan pendapatan sebesar 30% per tahun yang digunakan dalam forecast keuangan masih dapat diterima secara operasional, dengan catatan bahwa pertumbuhan tersebut perlu diarahkan pada proyek dengan kualitas arus kas yang lebih baik.

Untuk dapat menghitung EBITDA dari PT. ESA, peneliti membutuhkan data profitabilitas dan juga struktur margin dari setiap proyek yang akan dikerjakan oleh PT. ESA. Untuk itu, peneliti melakukan wawancara dengan Manager Presales,

baik untuk proyek direct maupun indirect. Berdasarkan hasil wawancara dengan Manager Presales Direct yang berinisial MHI, disebutkan bahwa kisaran margin yang didapatkan oleh proyek direct berada di rentang 20-30%, tergantung dari kompleksitas dan resiko dari proyeknya.

"Untuk proyek direct, margin di kisaran 20 sampai 30 persen masih cukup realistis, tergantung kompleksitas dan risiko proyek."

Berbeda dengan proyek direct, proyek indirect justru lebih kaku secara margin proyek. SCH, Manager Presales untuk proyek indirect menyebutkan bahwa margin per proyek yang indirect hanya mencatatkan margin di angka 11-19% dan sensitivitas marginnya cukup rentan karena beberapa kali ada perubahan spesifikasi produk.

"Struktur biaya proyek indirect cukup kaku. Margin biasanya tidak jauh dari belasan persen dan sensitif terhadap perubahan spesifikasi."

Peneliti kemudian melakukan wawancara dengan Chief of Finance berinisial F untuk dapat mengetahui batasan margin operasional yang dapat dikategorikan sehat. Dari hasil wawancara tersebut, F menjelaskan bahwa Perusahaan akan berada dalam kategori sehat jika margin opsionalnya berada di angka 25%.

"Secara profitabilitas, perusahaan masih bisa menjaga margin operasional di kisaran 25 persen."

Berdasarkan temuan tersebut, peneliti menilai bahwa asumsi EBITDA margin sebesar 25% yang digunakan dalam valuasi merupakan margin tertimbang yang mencerminkan strategi peningkatan porsi proyek direct, sekaligus mempertimbangkan keterbatasan margin proyek indirect.

Peneliti selanjutnya melakukan wawancara kepada Tim Finance dan Accounting untuk dapat mengetahui arus kas PT. ESA dan juga working capital yang perlu dikeluarkan. Dari hasil wawancara tersebut, N, Staf Finance dan Accounting, menyebutkan bahwa permasalahan terbesar dari PT. ESA adalah siklus

konversi kas. N menyebutkan bahwa PT. ESA memiliki laba dan dikenerja yang cukup baik, namun dengan lamanya proses pembayaran dari proyek indirect, itu membuat arus kas Perusahaan menjadi terganggu.

"Kalau dilihat secara laba, kinerjanya baik. Tapi secara kas, masih ada tekanan karena payment terms proyek indirect yang panjang."

Pernyataan ini didukung oleh jawaban dari Chief of Finance ketika peneliti menanyakan mengenai tantangan terbesar yang dihadapi oleh PT. ESA. F mengungkapkan bahwa lambatnya proses konversi kas menjadi salah satu permasalahan yang ada di PT. ESA. F juga menekankan bahwa secara profitabilitas, PT. ESA masuk kategori baik.

"Permasalahan utama perusahaan bukan di profitabilitas, tapi di timing penerimaan kas."

Valuasi Book Value

Koller et a. (2025) menyebutkan bahwa perhitungan valuasi menggunakan metode *book value* dilakukan dengan menggunakan rumus berikut:

Book Value = Total Aset – Total Liabilitas

Berdasarkan data keuangan yang pada tabel (masukkan tabelnya) dapat diketahui bahwa total aset dari PT. ESA berada di angka 140,48 Miliar. Sementara itu, untuk total kewajiban dari PT. ESA berada di angka 102,72 Miliar. Dengan data tersebut, maka dapat diketahui bahwa nilai valuasi *book value* dari PT. ESA berada di angka 37,75 Miliar.

Tabel 4. Valuasi *Book Value*

No	Uraian	Nilai (Rp Miliar)
1	Total Aset	140,48
2	Total Kewajiban	102,72
Nilai Buku (Book Value)		37,75

Sumber: Perhitungan Book Value PT. ESA

Valuasi Discounted Cash Flow

Penelitian ini menggunakan metode **Discounted Cash Flow (DCF)** dengan pendekatan **Free Cash Flow to Firm (FCFF)** untuk mengestimasi nilai

intrinsik PT. ESA. Pendekatan ini dipilih karena mencerminkan arus kas yang tersedia bagi seluruh penyandang dana perusahaan (ekuitas dan kreditur), sehingga memberikan estimasi nilai perusahaan secara komprehensif (Damodaran, 2025). FCFF dihitung menggunakan formula:

$$\text{FCFF} = \text{NOPAT} + \text{Depresiasi} - \text{Capex} - \Delta \text{NWC}$$

Proyeksi dilakukan untuk periode 2025–2029 dengan asumsi utama: pertumbuhan pendapatan 30% per tahun, margin EBITDA 25%, tarif pajak 22%, serta pertumbuhan belanja modal dan depresiasi 23% per tahun. Perubahan modal kerja diasumsikan proporsional terhadap pertumbuhan pendapatan. Tingkat diskonto menggunakan Weighted Average Cost of Capital (WACC) sebesar 11,34%, yang dihitung dari Cost of Equity 23,49% (CAPM) dan Cost of Debt 9,27%. Terminal growth rate ditetapkan konservatif sebesar 0% untuk menghindari overvaluation.

Tabel 5. Perhitungan DCF PT. ESA

Deskripsi (Nilai dalam jutaan)	2025 (E)	2026 (FY)	2027 (FY)	2028 (FY)	2029 (FY)
Net Income	36.904	52.667	77.633	96.828	125.197
(+) Depresiasi & Amortisasi	966	1.264	1.619	2.095	2.715
EBIT	37.870	53.931	79.252	98.923	127.912
(-) Beban Bunga	(5.572)	(7.176)	(9.151)	(10.547)	(13.369)
(-) Pajak (<i>implicit</i>)	-	-	-	-	-
NOPAT	32.298	46.755	70.101	88.376	114.543
(+) Depresiasi & Amortisasi	966	1.264	1.619	2.095	2.715
(-) Capital Expenditure	(3.920)	(7.840)	(2.900)	(980)	(720)
(-) Perubahan Modal Kerja	(7.297)	(33.932)	(50.275)	(40.791)	(61.082)
Free Cash Flow to Firm (FCFF)	35.675	72.847	117.476	128.187	174.905
Number of Year	1	2	3	4	5
WACC	11,34%	11,34%	11,34%	11,34%	11,34%
Discount Factor	0,90	0,81	0,72	0,65	0,58
Current Value	32.042	58.765	85.116	83.418	102.228

Sumber: Perhitungan DCF PT. ESA

Hasil proyeksi menunjukkan FCFF meningkat dari Rp35,68 miliar pada 2025 menjadi Rp174,91 miliar pada 2029. Nilai kini (Present Value) periode eksplisit 2025–2026 sebesar Rp90,80 miliar. Terminal Value dihitung menggunakan model Gordon Growth dengan asumsi pertumbuhan nol, menghasilkan nilai Rp642,46 miliar dan Present Value sebesar Rp518,26 miliar.

Dengan demikian, estimasi Enterprise Value PT. ESA berdasarkan pendekatan DCF adalah sebesar Rp609,07 miliar. Kontribusi terbesar terhadap nilai perusahaan berasal dari

Terminal Value, yang menunjukkan bahwa ekspektasi arus kas jangka panjang menjadi determinan utama dalam valuasi. Oleh karena itu, validitas asumsi pertumbuhan dan tingkat diskonto menjadi faktor kritis dalam interpretasi hasil penelitian ini.

Valuasi *EV/EBITDA Multiples*

Untuk valuasi relatif, dipilih tiga perusahaan publik di Indonesia yang bergerak di sektor TIK dan memiliki model bisnis yang relevan sebagai pembanding:

1. PT Anabatic Technologies Tbk (ATIC): Penyedia solusi TI terintegrasi.
2. PT Mastersystem Infotama Tbk (MSTI): Fokus pada integrasi sistem dan solusi infrastruktur TI.
3. PT Multipolar Technology Tbk (MLPT): Penyedia solusi dan layanan teknologi informasi.

Tabel 6. Perusahaan Pembanding

Indikator	ATIC	MSTI	MLPT
Market Cap	916.880 M	5.180 T	140.720 T
Enterprise Value (EV) (Rp Triliun)	1.890	4.590	7.490
Revenue (TTM) (Rp Miliar)	7.875	5.597	26.750
EBITDA (TTM) (Rp Miliar)	586	741	1.462
EV/EBITDA (x)	3.22x	6.19x	5.12x
EV/Revenue (x)	0.24x	0.82x	0.28x

Sumber: Finance Yahoo, 2025

Dari hasil perbandingan ketiga Perusahaan tersebut. Peneliti selanjutnya menghitung rata-rata multiplier yang didapatkan dari EV/Ebitda dari ketiga Perusahaan tersebut. Berikut adalah perhitungannya.

- EV/EBITDA ATIC: 3.22x
- EV/EBITDA MSTI: 6.19x
- EV/EBITDA MLPT: 5.12x
- Rata-rata Multiplier (ATIC, MSTI, & MLPT): $(3.22 + 6.19 + 5.12) / 3 = 4.84x$

Setelah mengetahui rata-rata multiplier dari Perusahaan pembanding, selanjutnya peneliti menghitung nilai enterprise value (EV) dari PT. ESA.

Perhitungan nilai EV dilakukan menggunakan rumus berikut:

$$EV = \text{EBITDA Annualized} \times \text{Rata-rata Multiplier}$$

EBITDA PT. ESA pada tahun 2026 (FY) tercatat di angka adalah Rp 75,962 Miliar. Dengan begitu perhitungan EV/EBITDA 2026 dari PT. ESA:

$$EV = \text{EBITDA Annualized} \times \text{Rata-rata Multiplier}$$

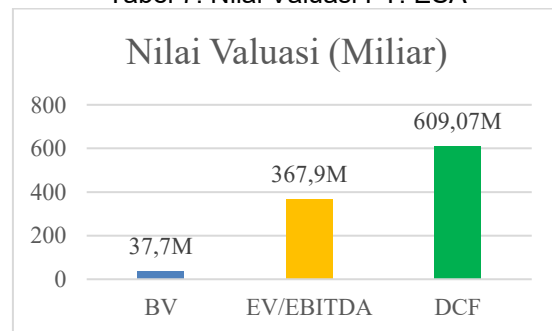
$$EV = \text{Rp}75.962.380.000 \times 4.84$$

$$EV = \text{Rp} 367.911.127.133$$

Dari hasil perhitungan tersebut, didapatkan bahwa nilai EV/EBITDA 2026 (FY) dari PT. ESA berada pada angka Rp367.911.127.133.

Perbandingan Valuasi *Book Value, DCF, EV/EBITDA Multiples*

Tabel 7. Nilai Valuasi PT. ESA



Sumber: Perhitungan Valuasi PT. ESA

Metode Book Value merupakan pendekatan valuasi berbasis aset yang menggunakan nilai akuntansi perusahaan sebagai dasar penentuan nilai, namun baik Koller, Goedhart, dan Wessels maupun Damodaran sepakat bahwa pendekatan ini memiliki keterbatasan konseptual yang signifikan dalam merepresentasikan nilai ekonomi perusahaan yang sesungguhnya. Koller et al. (2020) menegaskan bahwa nilai perusahaan pada dasarnya ditentukan oleh kemampuan perusahaan dalam menciptakan arus kas di masa depan, bukan oleh nilai historis aset yang tercatat dalam laporan keuangan.

Pandangan ini sejalan dengan Damodaran (2012, 2025) yang menyatakan bahwa investor tidak membeli perusahaan berdasarkan nilai bukunya, melainkan berdasarkan ekspektasi arus

kas yang akan dihasilkan oleh perusahaan tersebut sepanjang masa operasinya.

Nilai buku bersifat historis karena disusun berdasarkan biaya perolehan aset dan kebijakan akuntansi masa lalu, sehingga tidak bersifat forward-looking, suatu karakteristik yang oleh Koller et al. (2020) dianggap sebagai kelemahan utama dalam konteks valuasi perusahaan yang berorientasi *going concern*.

Damodaran (2012) juga menekankan bahwa metode valuasi yang tidak memasukkan dimensi waktu, risiko, dan pertumbuhan secara eksplisit tidak dapat mencerminkan nilai intrinsik suatu perusahaan. Oleh karena itu, Book Value dinilai tidak mampu menangkap dinamika penciptaan nilai ekonomi yang bersumber dari keputusan strategis, efisiensi operasional, dan peluang pertumbuhan perusahaan di masa depan.

Selain itu, baik Koller et al. (2020) maupun Damodaran (2025) menyoroti ketidakmampuan Book Value dalam merepresentasikan nilai aset tidak berwujud yang menjadi sumber utama keunggulan kompetitif perusahaan modern, seperti merek, reputasi, teknologi, dan kapabilitas sumber daya manusia. Aset-aset tersebut umumnya tidak diakui atau hanya sebagian tercermin dalam neraca, sehingga menyebabkan nilai buku secara sistematis berada di bawah nilai ekonomi perusahaan yang sesungguhnya.

Damodaran (2012) bahkan menyatakan bahwa selisih antara nilai pasar dan nilai buku sering kali merupakan refleksi langsung dari keberhasilan perusahaan dalam menciptakan nilai di atas biaya modalnya.

Dalam konteks tersebut, metode EV/EBITDA dipandang lebih informatif dibandingkan Book Value karena berfokus pada kinerja operasional perusahaan yang mencerminkan kemampuan menghasilkan laba operasional sebelum pengaruh struktur modal dan kebijakan akuntansi tertentu. Koller et al. (2020) menekankan bahwa multiple berbasis enterprise value lebih tepat digunakan dalam analisis perbandingan karena mencerminkan nilai klaim seluruh penyandang dana, bukan hanya pemegang saham. Sejalan dengan itu, Damodaran (2012) menyatakan bahwa

EV/EBITDA, meskipun merupakan pendekatan relatif, secara implisit telah menginternalisasi ekspektasi pasar terhadap arus kas, risiko, dan pertumbuhan perusahaan melalui harga pasar perusahaan pembanding.

Namun demikian, baik Koller et al. maupun Damodaran sepakat bahwa metode valuasi yang paling konsisten dengan teori keuangan adalah Discounted Cash Flow (DCF). Koller et al. (2020) menempatkan DCF sebagai metode utama dalam valuasi karena secara langsung mengaitkan nilai perusahaan dengan arus kas bebas yang diharapkan, tingkat pertumbuhan, serta biaya modal yang mencerminkan risiko. Damodaran (2012, 2025) juga menegaskan bahwa seluruh metode valuasi alternatif, termasuk Book Value dan EV/EBITDA, pada dasarnya merupakan turunan atau pendekatan penyederhanaan dari model DCF. Dengan demikian, keunggulan DCF terletak pada kemampuannya untuk mengintegrasikan seluruh determinan nilai perusahaan ke dalam satu kerangka analitis yang koheren.

Berbeda dengan DCF dan EV/EBITDA, metode Book Value tidak mampu membedakan perusahaan yang menciptakan nilai dengan perusahaan yang hanya mengembalikan modal, karena nilai buku tidak mencerminkan apakah tingkat pengembalian atas modal yang diinvestasikan melebihi biaya modal.

Koller et al. (2020) menegaskan bahwa penciptaan nilai hanya terjadi ketika ROIC melebihi cost of capital, suatu konsep yang sepenuhnya diabaikan dalam pendekatan Book Value. Damodaran (2025) memperkuat pandangan ini dengan menyatakan bahwa nilai akuntansi tidak dirancang untuk mengukur nilai ekonomi, melainkan untuk tujuan pelaporan dan kepatuhan.

Berdasarkan sintesis pemikiran Koller et al. dan Damodaran, dapat disimpulkan bahwa metode Book Value memiliki peran yang terbatas dalam valuasi perusahaan. Metode ini lebih tepat digunakan sebagai nilai dasar (*floor value*), indikator akuntansi, atau alat pembanding, bukan sebagai metode utama dalam menentukan nilai

perusahaan yang berorientasi pada penciptaan nilai jangka panjang.

Sebaliknya, metode EV/EBITDA dan terutama Discounted Cash Flow dinilai lebih unggul karena mampu merepresentasikan nilai ekonomi perusahaan secara lebih komprehensif, konsisten dengan teori keuangan, dan relevan untuk pengambilan keputusan strategis.

Perhitungan Valuasi dan Keputusan Investasi

Koller, Goedhart, dan Wessels menegaskan bahwa valuasi pada dasarnya merupakan alat untuk menjembatani informasi keuangan perusahaan dengan keputusan ekonomi, khususnya keputusan investasi, dengan cara menerjemahkan kinerja, risiko, dan prospek perusahaan ke dalam satu estimasi nilai yang koheren (Koller et al., 2020). Dalam kerangka tersebut, hasil valuasi mendukung keputusan investasi apabila mampu memberikan dasar rasional untuk menilai apakah suatu investasi berpotensi menciptakan nilai bagi investor.

Damodaran (2012) menyatakan bahwa keputusan investasi yang rasional harus didasarkan pada perbandingan antara nilai yang diestimasi dari suatu aset dan harga yang harus dibayar untuk memperoleh aset tersebut, terlepas dari metode valuasi yang digunakan (Damodaran, 2012). Oleh karena itu, hasil valuasi mendukung keputusan investasi ketika estimasi nilai tersebut memberikan indikasi yang jelas mengenai tingkat kelayakan ekonomi suatu investasi dibandingkan dengan alternatif investasi lainnya.

Koller et al. (2020) menekankan bahwa peran utama hasil valuasi dalam keputusan investasi adalah membantu investor memahami sumber nilai dan sumber risiko yang melekat pada suatu perusahaan. Dengan memahami bagaimana nilai perusahaan dibentuk oleh faktor operasional, struktur keuangan, dan lingkungan bisnis, investor dapat mengevaluasi apakah asumsi yang mendasari nilai tersebut selaras dengan ekspektasi dan toleransi risikonya. Dalam

konteks ini, hasil valuasi tidak hanya berfungsi sebagai angka akhir, tetapi sebagai alat analitis yang mendukung penilaian kualitas investasi.

Damodaran (2025) juga menegaskan bahwa valuasi mendukung keputusan investasi ketika proses valuasi memaksa investor untuk membuat asumsi yang eksplisit mengenai masa depan perusahaan. Asumsi-asumsi tersebut memungkinkan investor untuk menguji konsistensi antara keyakinan mereka terhadap prospek perusahaan dan implikasi ekonominya, sehingga keputusan investasi menjadi lebih terstruktur dan dapat dipertanggungjawabkan secara analitis.

Lebih lanjut, Koller et al. (2020) menyatakan bahwa hasil valuasi mendukung keputusan investasi apabila digunakan sebagai dasar untuk membandingkan berbagai peluang investasi secara sistematis. Dengan menyajikan estimasi nilai yang didasarkan pada prinsip ekonomi yang konsisten, valuasi memungkinkan investor untuk mengalokasikan sumber daya ke investasi yang memiliki potensi penciptaan nilai paling besar relatif terhadap risikonya.

Sejalan dengan itu, Damodaran (2012) menekankan bahwa valuasi bukan bertujuan untuk menghasilkan angka yang pasti, melainkan untuk meningkatkan kualitas pengambilan keputusan dengan mengurangi ketergantungan pada intuisi semata. Dengan demikian, hasil valuasi mendukung keputusan investasi ketika digunakan sebagai alat pengambilan keputusan yang disiplin, transparan, dan berbasis asumsi yang dapat diuji.

Untuk memperkuat argumen tersebut, bukti empiris menunjukkan bahwa valuasi perusahaan secara signifikan memengaruhi keputusan investasi. Valuasi perusahaan yang lebih tinggi (diukur dengan Tobin's Q) mendorong peningkatan investasi karena mencerminkan peluang pertumbuhan yang menguntungkan, meskipun shock pandemi menurunkan sensitivitas hubungan tersebut (Vo et al., 2022). Selain itu, ketika perusahaan mengantisipasi kapasitas berlebih, average Q menjadi estimator yang bias terhadap marginal Q,

sehingga memengaruhi manajer untuk menunda atau mengurangi investasi baru (Warusawitharana & Whited, 2022).

Pendekatan yang lebih spesifik, seperti Green Tobin's Q, menunjukkan bahwa valuasi perusahaan yang memasukkan faktor lingkungan (ESG) memengaruhi keputusan investasi berkelanjutan, di mana valuasi hijau yang tinggi mendorong alokasi modal lebih besar ke proyek ramah lingkungan, terutama di sektor energi (Nguyen & Vo, 2024). Tinjauan literatur juga mengonfirmasi bahwa Tobin's Q secara konsisten menjadi prediktor penting keputusan investasi perusahaan, di mana nilai Q yang lebih tinggi dari 1 mendorong ekspansi investasi (Peters & Taylor, 2022).

Berdasarkan pandangan tersebut, baik Koller et al. maupun Damodaran sepakat bahwa nilai utama dari hasil valuasi dalam keputusan investasi terletak pada fungsinya sebagai kerangka berpikir ekonomi, bukan semata-mata pada ketepatan numerik hasil perhitungan. Oleh karena itu, hasil valuasi mendukung keputusan investasi apabila membantu investor dalam menilai kelayakan ekonomi suatu investasi, memahami risiko dan ketidakpastian, serta membuat keputusan yang konsisten dengan tujuan penciptaan nilai jangka panjang.

KESIMPULAN

Penelitian ini bertujuan menganalisis kinerja keuangan dan nilai perusahaan PT ESA menggunakan pendekatan Book Value, Discounted Cash Flow (DCF), dan EV/EBITDA Multiple serta implikasinya terhadap keputusan investasi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa PT ESA berada dalam fase pertumbuhan tinggi (*high-growth*) selama periode 2022 hingga Triwulan III 2025, yang tercermin dari peningkatan signifikan pada pendapatan, laba bersih, aset, dan ekuitas. Pertumbuhan laba yang lebih cepat dibandingkan pendapatan menunjukkan adanya perbaikan efisiensi operasional dan *operating leverage* yang positif. *Return on Equity* (ROE) sebesar 45,2% mengindikasikan kemampuan perusahaan dalam menciptakan nilai bagi pemegang

saham. Namun demikian, rasio arus kas operasional yang belum optimal menunjukkan adanya tekanan likuiditas akibat kebutuhan modal kerja yang meningkat pada fase ekspansi.

Hasil valuasi menunjukkan bahwa *Book Value* sebesar Rp37,7 miliar tidak merepresentasikan nilai ekonomi perusahaan secara keseluruhan dibandingkan EV/EBITDA sebesar Rp367,9 miliar dan DCF sebesar Rp607,07 miliar. Perbedaan ini menegaskan bahwa nilai perusahaan ICT berbasis proyek lebih dipengaruhi oleh proyeksi arus kas, pertumbuhan, dan risiko dibandingkan nilai akuntansi historis. Pendekatan DCF menghasilkan estimasi nilai tertinggi karena secara langsung mengintegrasikan pertumbuhan jangka panjang dan biaya modal, sementara EV/EBITDA memberikan validasi relatif berbasis kinerja operasional.

Secara teoretis, penelitian ini memperkuat literatur valuasi dengan menunjukkan relevansi kombinasi metode intrinsik dan relatif pada perusahaan ICT berbasis pengetahuan. Secara praktis, hasil penelitian memberikan dasar analitis yang lebih komprehensif bagi manajemen dan kreditur / investor dalam menilai kelayakan investasi, strategi pembiayaan, serta kebijakan ekspansi. Dengan demikian, penggunaan *multi-approach valuation* lebih mampu mencerminkan nilai ekonomi sesungguhnya dibandingkan pendekatan nilai buku (*book value*) semata.

IMPLIKASI DAN KETERBATASAN

Implikasi dan temuan penelitian

Penelitian ini memberikan kontribusi empiris terhadap praktik valuasi perusahaan sektor ICT dengan mengkombinasikan pendekatan Discounted Cash Flow (DCF) dan EV/EBITDA Multiple pada PT ESA. Temuan menunjukkan bahwa nilai perusahaan lebih merefleksikan kemampuan menghasilkan arus kas masa depan dan ekspektasi pertumbuhan dibandingkan nilai buku historis.

Pendekatan DCF terbukti sensitif terhadap asumsi pertumbuhan pendapatan, margin operasional, serta tingkat diskonto (WACC), sehingga menegaskan pentingnya disiplin dalam penyusunan proyeksi keuangan. Sementara itu, pendekatan EV/EBITDA memberikan perspektif nilai relatif yang membantu memvalidasi posisi perusahaan dalam industri.

Secara manajerial, hasil penelitian mengimplikasikan bahwa peningkatan nilai perusahaan pada industri ICT berbasis proyek sangat ditentukan oleh keberlanjutan revenue growth, stabilitas margin, serta efisiensi pengelolaan modal kerja. Secara praktis, penggunaan lebih dari satu metode valuasi memberikan dasar pengambilan keputusan investasi dan pembiayaan yang lebih komprehensif serta mengurangi potensi bias metode tunggal.

Dengan demikian, penelitian ini menegaskan bahwa kombinasi pendekatan intrinsik dan relatif memberikan gambaran nilai perusahaan yang lebih objektif dan relevan dalam konteks industri ICT.

Keterbatasan dan Saran Penelitian Selanjutnya

Penelitian ini memiliki keterbatasan pada ketersediaan data perusahaan pembanding yang memiliki karakteristik aset dan skala usaha serupa dengan PT ESA. Sebagian besar perusahaan system integrator di Indonesia masih berstatus perusahaan tertutup (private company), sehingga informasi keuangan tidak tersedia secara publik. Kondisi ini membatasi akurasi dalam pemilihan multiple pembanding pada pendekatan EV/EBITDA dan berpotensi mempengaruhi presisi estimasi nilai relatif.

Selain itu, pendekatan DCF sangat bergantung pada asumsi proyeksi dan tingkat diskonto (WACC), sehingga hasil valuasi bersifat sensitif terhadap perubahan parameter makroekonomi maupun dinamika industri ICT yang berkembang cepat. Penelitian ini juga menggunakan pendekatan studi kasus tunggal, sehingga tingkat generalisasi temuan masih terbatas.

Untuk pengembangan penelitian selanjutnya, disarankan agar studi valuasi perusahaan di sektor ICT diperluas dengan melibatkan lebih banyak objek penelitian guna memperoleh gambaran industri yang lebih komprehensif. Penelitian mendatang juga dapat menambahkan pendekatan valuasi lain, seperti *Free Cash Flow to Equity* (FCFE) dan *Residual Income Model*, untuk memperkaya perspektif analitis. Analisis sensitivitas terhadap variabel-variabel kunci dalam model DCF, termasuk tingkat pertumbuhan terminal dan biaya modal, penting dilakukan untuk mengukur tingkat ketidakpastian estimasi nilai perusahaan. Selain itu, integrasi faktor non-keuangan seperti tata kelola perusahaan, inovasi teknologi, dan kualitas manajemen akan memberikan pemahaman yang lebih menyeluruh mengenai determinan nilai perusahaan, khususnya pada industri berbasis pengetahuan seperti ICT.

REFERENCES

- Brealey, Richard A., Myers, Stewart C., dan Allen, Franklin. 2020. *Principles of Corporate Finance*. Edisi ke-14. New York: McGraw-Hill Education.
- Brigham, Eugene F., dan Houston, Joel F. 2019. *Fundamentals of Financial Management*. Edisi ke-15. Boston: Cengage Learning.
- Creswell, John W. 2014. *Research Design: Qualitative, Quantitative, and Mixed Methods Approaches*. Edisi ke-4. Thousand Oaks: Sage Publications.
- Damodaran, Aswath. 2012. *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. Edisi ke-2. Hoboken: John Wiley & Sons.
- Damodaran, Aswath. 2014. *Applied Corporate Finance*. Edisi ke-4. Hoboken: John Wiley & Sons.

- DeAngelo, Harry, dan DeAngelo, Linda. 2006. The irrelevance of the MM dividend irrelevance theorem. *Journal of Financial Economics*, Vol. 79 No. 2. Amsterdam: Elsevier.
- Fama, Eugene F., dan French, Kenneth R. 2015. A five-factor asset pricing model. *Journal of Financial Economics*, Vol. 116 No. 1. Amsterdam: Elsevier.
- Fernández, Pablo. 2001. Valuation Using Multiples: How Do Analysts Reach Their Conclusions? Working Paper. Barcelona: IESE Business School.
- Goedhart, Marc, Koller, Tim, dan Wessels, David. 2015. The right role for multiples in valuation. *McKinsey on Finance*, No. 54. New York: McKinsey & Company.
- Graham, John R., dan Harvey, Campbell R. 2001. The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, Vol. 60 No. 2–3. Amsterdam: Elsevier.
- Jensen, Michael C. 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, Vol. 76 No. 2. Nashville: American Economic Association.
- Koller, Tim, Goedhart, Marc, dan Wessels, David. 2020. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. Edisi ke-7. Hoboken: John Wiley & Sons.
- Lev, Baruch. 2001. *Intangibles: Management, Measurement, and Reporting*. Washington, DC: Brookings Institution Press.
- Modigliani, Franco, dan Miller, Merton H. 1958. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*, Vol. 48 No. 3. Nashville: American Economic Association.
- Myers, Stewart C. 1977. Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, Vol. 5 No. 2. Amsterdam: Elsevier.
- Penman, Stephen H. 2013. *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. Edisi ke-5. New York: McGraw-Hill Education.
- Petersen, Mitchell A., dan Plenborg, Thomas. 2012. *Financial Statement Analysis: Valuation, Credit Analysis, and Executive Compensation*. Harlow: Pearson Education Limited.
- Rappaport, Alfred. 1986. *Creating Shareholder Value*. New York: The Free Press.
- Stewart, G. Bennett. 1991. *The Quest for Value: A Guide for Senior Managers*. New York: Harper Business.
- Young, S. David, dan O'Byrne, Stephen F. 2001. *EVA and Value-Based Management*. New York: McGraw-Hill.