



Analisis Financial Distress Menggunakan Metode Altman Z-Score untuk Memprediksi Kebangkrutan pada Perusahaan Manufaktur Sub Sektor Farmasi Periode 2019–2024

Financial Distress Analysis Using the Altman Z-Score Method to Predict Bankruptcy in the Pharmaceutical Sub-Sector Manufacturing Companies for the 2019–2024 Period

Kurniawan^{1*}, Hasudungan Pangaribuan²

Program Studi Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Pamulang

Email: kurniawan980122@gmail.com^{1*}, hasudunganpangaribuan72@yahoo.co.id²

Article Info

Article history :

Received : 16-02-2026

Revised : 18-02-2026

Accepted : 20-02-2026

Pulished : 22-02-2026

Abstract

This study analyzes financial distress and predicts potential bankruptcy of three pharmaceutical companies listed on the Indonesia Stock Exchange during 2019–2024 using the Altman Z-Score method: PT Indofarma Tbk, PT Pyridam Farma Tbk, and PT Phapros Tbk. The background lies in the post-COVID-19 pharmaceutical industry transformation, which led to demand contraction and financial pressure, reflected in consistent net losses. The study applies a descriptive quantitative approach by calculating four financial ratios: Working Capital to Total Assets (X1), Retained Earnings to Total Assets (X2), Earnings Before Interest and Tax to Total Assets (X3), and Market Value of Equity to Book Value of Debt (X4), integrated into the formula $Z = 6.56(X1) + 3.26(X2) + 6.72(X3) + 1.05(X4)$. The findings show significant financial deterioration in all companies, shifting from Safety or Grey Zones to Distress Zone by 2024, indicating liquidity crises, sustained losses, and weakening capital structures requiring comprehensive restructuring.

Keywords: *Financial Distress, Altman Z-Score, Bankruptcy*

Abstrak

Penelitian ini bertujuan menganalisis kondisi financial distress dan memprediksi potensi kebangkrutan tiga perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2019–2024 menggunakan metode Altman Z-Score, yaitu PT Indofarma Tbk, PT Pyridam Farma Tbk, dan PT Phapros Tbk. Latar belakangnya adalah transformasi industri farmasi pasca-pandemi COVID-19 yang menyebabkan kontraksi permintaan dan tekanan finansial akibat kerugian bersih konsisten. Metode yang digunakan adalah pendekatan kuantitatif deskriptif dengan menghitung empat rasio keuangan: Working Capital to Total Assets (X1), Retained Earnings to Total Assets (X2), Earnings Before Interest and Tax to Total Assets (X3), serta Market Value of Equity to Book Value of Debt (X4), yang diintegrasikan dalam formula $Z = 6,56(X1) + 3,26(X2) + 6,72(X3) + 1,05(X4)$. Hasil menunjukkan ketiga perusahaan mengalami penurunan kesehatan finansial hingga masuk Distress Zone pada 2024, ditandai krisis likuiditas, unprofitabilitas berkelanjutan, dan deteriorasi struktur permodalan sehingga memerlukan restrukturisasi komprehensif.

Kata Kunci: *Financial Distress, Altman Z-Score, Kebangkrutan*

PENDAHULUAN

Industri farmasi Indonesia mengalami transformasi signifikan dalam pola permintaan pasca-pandemi COVID-19. Jika periode 2020–2021 ditandai lonjakan permintaan obat, vitamin, dan alat kesehatan, maka fase pasca-pandemi justru menghadirkan kontraksi permintaan yang substansial. Kondisi ini menyebabkan overcapacity produksi, akumulasi persediaan, serta erosi margin laba.



Perubahan mendadak tersebut memaksa perusahaan yang sebelumnya mencatat kinerja tinggi selama pandemi untuk melakukan penyesuaian struktural guna menjaga keberlanjutan operasional.

Pergeseran dinamika pasar tidak hanya berdampak pada aspek operasional, tetapi juga memicu tekanan finansial serius. Ketidakmampuan beradaptasi terhadap normalisasi permintaan, ditambah inflasi biaya produksi, perubahan regulasi kesehatan, dan peningkatan kompetisi industri, menempatkan sejumlah perusahaan dalam posisi rentan terhadap kesulitan keuangan berkepanjangan.

Berdasarkan evaluasi terhadap 18 perusahaan manufaktur farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2019–2024, teridentifikasi tiga entitas yang mengalami kerugian bersih secara konsisten, yaitu PT Indofarma Tbk, PT Pyridam Farma Tbk, dan PT Phapros Tbk. Analisis komparatif indikator keuangan menunjukkan adanya deteriorasi kondisi finansial yang signifikan pada ketiga perusahaan tersebut.

PT Indofarma Tbk mengalami penurunan drastis pada modal kerja, dari Rp388,28 miliar (28,1% terhadap total aset) pada 2019 menjadi negatif Rp1,37 triliun (-221,9% terhadap total aset) pada 2024. Kinerja operasional yang tercermin melalui EBIT juga menurun tajam, dari Rp18,08 miliar (1,1% dari total aset) pada 2020 menjadi negatif Rp283,76 miliar (-45,9% dari total aset) pada 2024. Hal ini menunjukkan kewajiban jangka pendek telah melampaui aset lancar secara signifikan, disertai ketidakmampuan menghasilkan laba operasional.

PT Pyridam Farma Tbk menunjukkan volatilitas kinerja yang tinggi. Modal kerja tetap positif sepanjang periode, berkisar dari Rp68,75 miliar (36,0% dari total aset) pada 2019 hingga Rp334,78 miliar (5,8% dari total aset) pada 2024. Namun rasio terhadap total aset berfluktuasi akibat ekspansi aset yang agresif. EBIT mencapai puncak Rp263,08 miliar (17,3% dari total aset) pada 2022, tetapi berbalik menjadi negatif Rp313,14 miliar (-5,4% dari total aset) pada 2024, mencerminkan ketidakstabilan profitabilitas.

PT Phapros Tbk mengalami fluktuasi ekstrem pada likuiditas. Modal kerja berubah dari positif Rp238,70 miliar (13,2% dari total aset) pada 2022 menjadi negatif Rp31,83 miliar (-2,2% dari total aset) pada 2024. EBIT menurun progresif dari Rp129,66 miliar (6,2% dari total aset) pada 2019 menjadi negatif Rp357,25 miliar (-25,0% dari total aset) pada 2024, menandakan kerugian operasional masif dan penurunan efisiensi pemanfaatan aset.

Kondisi empiris yang terpapar menunjukkan bahwa ketiga perusahaan farmasi tersebut menghadapi permasalahan fundamental berupa financial distress, yaitu deteriorasi performa keuangan secara progresif yang berpotensi berujung pada kebangkrutan apabila tidak ditangani dengan strategi mitigasi yang tepat. Financial distress dalam konteks ini didefinisikan sebagai kondisi perusahaan yang mengalami tekanan finansial akibat ketidakmampuan memenuhi obligasi keuangan jangka pendek maupun panjang, meskipun belum mencapai tahap kepailitan formal (Tinambunan & Mu'arif, 2024).

Metode Altman Z-Score merupakan instrumen prediktif yang mengintegrasikan beberapa rasio keuangan untuk menghasilkan skor komprehensif yang mengklasifikasikan perusahaan ke dalam tiga zona risiko: zona aman ($Z > 2,60$), grey area ($1,0 \leq Z \leq 2,60$), dan distress ($Z < 1,0$). Keunggulan metode ini terletak pada kemampuannya sebagai early warning system dalam



mendeteksi tanda awal kesulitan keuangan sehingga memungkinkan perumusan intervensi strategis secara proaktif.

Meskipun berbagai penelitian telah menerapkan Altman Z-Score untuk prediksi kebangkrutan, masih terdapat kesenjangan riset dalam konteks industri farmasi Indonesia pasca-pandemi. Sebagian besar studi belum secara spesifik menganalisis dampak transisi dari era lonjakan permintaan menuju normalisasi pasar terhadap kesehatan finansial perusahaan farmasi. Selain itu, kajian komparatif terhadap perusahaan farmasi yang mengalami kerugian konsisten selama periode 2019–2024 masih terbatas, terutama dengan mempertimbangkan dinamika makroekonomi dan perubahan regulasi kesehatan.

Keterbatasan lainnya adalah minimnya penelitian yang mengintegrasikan analisis tren rasio keuangan jangka menengah dengan karakteristik spesifik industri farmasi. Faktor kontekstual seperti efisiensi riset dan pengembangan, struktur permodalan, serta strategi mitigasi risiko juga belum banyak dieksplorasi dalam kaitannya dengan prediksi kebangkrutan pada era pasca-pandemi.

Oleh karena itu, penelitian ini bertujuan mengisi kesenjangan tersebut melalui analisis financial distress menggunakan metode Altman Z-Score untuk memprediksi kebangkrutan pada perusahaan manufaktur subsektor farmasi periode 2019–2024, dengan fokus pada tiga perusahaan yang mengalami kerugian bersih konsisten. Hasil penelitian diharapkan memberikan kontribusi teoretis dalam pengembangan early warning system bagi industri farmasi Indonesia serta implikasi praktis bagi manajemen dan investor dalam merumuskan strategi mitigasi risiko kebangkrutan.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan asosiatif kuantitatif dengan data sekunder laporan keuangan 2019–2024 dari tiga perusahaan farmasi BEI. Menurut Kasmir (2022:12) Penelitian asosiatif merupakan hubungan antar satu variabel dengan variabel atau antara lebih dari dua variabel. Menurut Kasmir (2022:12) Penelitian kuantitatif merupakan penelitian yang digunakan untuk membuktikan suatu teori, baik pengaruh ataupun hubungan atas suatu variabel. Menurut Fasindah (2024:151) data kuantitatif dapat diukur dan dihitung secara numerik. Variabel bebas menurut Kasmir (2022:34) merupakan variabel yang mempengaruhi variabel lain. Variabel independen meliputi rasio Altman Z-Score (X1–X4). Variabel terikat menurut Kasmir (2022:32) merupakan variabel yang dipengaruhi oleh variabel lain sedangkan variabel dependen adalah tingkat financial distress. Menurut Kasmir (2022:177) Populasi merupakan area apakah organisasi, orang, wilayah, atau data lainnya yang akan diteliti. Populasi berjumlah 18 perusahaan dengan sampel 3 perusahaan. Menurut Kasmir (2022:182) “sampel adalah bagian dari populasi yang dijadikan data dalam penelitian”. Data dikumpulkan melalui studi pustaka dan dokumentasi, kemudian dianalisis menggunakan model Altman Z-Score untuk klasifikasi zona keuangan. Seiring perkembangan dan kebutuhan penerapan pada berbagai jenis perusahaan, Altman kemudian memodifikasi model Z-Score agar dapat digunakan pada perusahaan manufaktur, non-manufaktur, serta perusahaan di negara berkembang. Dalam model modifikasi ini, variabel X5 (Sales/Total Assets) dieliminasi karena perbedaan karakteristik ukuran aset antarindustri. $Z = 6,56 (X1) + 3,26 (X2) + 6,72 (X3) + 1,05 (X4)$, Abadi & Misidawati, (2023).



HASIL DAN PEMBAHASAN

1. Analisis Prediksi Kebangkrutan Metode Altman Z-Score

Menurut Putra, dkk (2021) “Analisis atau Analisa dapat diartikan sebagai mengidentifikasi, mengolah, menilai, mempelajari bahkan membandingkan”. Financial distress adalah kondisi dimana perusahaan tidak mampu memenuhi semua kewajiban dan hutangnya sehingga keuangan perusahaan melemah sebelum terjadinya kebangkrutan (Pramono & Handayani, 2024).

Menurut Goh, (2023) “Faktor-faktor yang pada umumnya dapat menyebabkan kemungkinan terjadinya Financial distress pada perusahaan yaitu diantaranya peningkatan biaya operasional, ekspansi berlebihan, ketinggalan teknologi, kondisi persaingan, kondisi ekonomi, manajemen perusahaan yang tidak berkompeten dan penurunan aktivitas perdagangan industri”.

Kebangkrutan merupakan situasi atau keadaan dimana perusahaan gagal ataupun tidak dapat memenuhi kewajiban debitur, dapat dikatakan juga, perusahaan tidak mampu dan mengalami kekurangan dana dalam menjalankan dan melanjutkan usahanya sehingga tujuan perusahaan dalam mendapatkan keuntungan (profit) pun tidak dapat tercapai (Tinambunan & Mu'arif, 2024).

Menurut Abadi & Misidawati, (2023) Pengertian Altman Z-Score merupakan model statistik yang mengombinasikan beberapa rasio keuangan penting ke dalam satu persamaan dengan bobot tertentu, yang bertujuan untuk menilai dan memprediksi kemungkinan suatu perusahaan mengalami kebangkrutan.

a. PT Indofarma Tbk

Tingkat Kebangkrutan Metode Altman Z-Score PT Indofarma Tbk Tahun 2019-2024
(dalam jutaan rupiah)

Tahun	X1	X2	X3	X4	Z-Score	Keterangan
2019	0,28056	0,18979	0,04732	0,60317	1,12084	<i>Grey Zone</i>
2020	0,17392	0,28831	0,07092	0,35217	0,88532	<i>Distress Zone</i>
2021	0,18202	0,30642	0,02930	0,35497	0,87272	<i>Distress Zone</i>
2022	-0,07931	1,31243	-2,26727	0,06263	-0,97152	<i>Distress Zone</i>
2023	-1,35833	6,06161	-5,92120	-0,53988	-1,75779	<i>Distress Zone</i>
2024	-2,22122	9,21481	-3,08473	-0,68167	3,22720	<i>Safety Zone</i>

Sumber : PT Indofarma Tbk, Data diolah (2025)

Berdasarkan hasil perhitungan Altman Z-Score PT Indofarma Tbk periode 2019-2024, terlihat fluktuasi ekstrem dalam prediksi kesehatan finansial perusahaan yang mencerminkan ketidakstabilan struktural dan anomali dalam interpretasi model. Pada tahun 2019, perusahaan berada di Grey Zone dengan Z-Score 1,12084 yang mengindikasikan kondisi finansial yang ambigu antara sehat dan bermasalah, namun kemudian tergelincir ke Distress Zone pada 2020-2023 dengan skor berturut-turut 0,88532, 0,87272, -0,97152, dan -1,75779, mencerminkan deteriorasi progresif akibat defisit modal kerja yang parah, kerugian operasional beruntun, dan erosi ekuitas hingga menjadi negatif. Yang paling mengejutkan adalah lonjakan drastis Z-Score menjadi 3,22720 pada tahun 2024 yang secara teknis



menempatkan perusahaan di Safety Zone, namun hasil ini sangat misleading dan tidak mencerminkan perbaikan fundamental karena didominasi oleh kontribusi artifisial dari komponen RETA sebesar 9,21481 yang melonjak akibat rasio laba ditahan terhadap aset yang mencapai 2,82663 bukan dari peningkatan profitabilitas riil melainkan dari kontraksi drastis total aset dari Rp2,01 triliun menjadi Rp618 miliar, sementara komponen-komponen lain seperti WCTA (-2,22122), EBITTA (-3,08473), dan MVEBVD (-0,68167) justru memberikan kontribusi sangat negatif yang mengindikasikan krisis likuiditas, unprofitabilitas operasional, dan insolvensi teknis. Fenomena ini menunjukkan keterbatasan model Altman Z-Score dalam konteks perusahaan yang mengalami restrukturisasi aset ekstrem, dimana secara agregat skor menunjukkan "perbaikan" padahal realitas operasional perusahaan justru semakin memburuk dengan defisit modal kerja Rp1,37 triliun, kerugian operasional Rp283,76 miliar, dan ekuitas negatif Rp1,14 triliun, sehingga diperlukan analisis kualitatif mendalam di luar model kuantitatif untuk memahami kondisi sebenarnya dan mengambil keputusan yang tepat terkait viabilitas jangka panjang PT Indofarma Tbk.

b. PT. Pyridam Farma Tbk

Tingkat Kebangkrutan Metode Altman Z-Score PT Pyridam Tbk Tahun 2019-2024
(dalam jutaan rupiah)

Tahun	X1	X2	X3	X4	Z-Score	Keterangan
2019	2,36384	3,31195	0,44095	1,98247	8,09921	<i>Safety Zone</i>
2020	2,42780	3,54341	0,87147	2,33303	9,17571	<i>Safety Zone</i>
2021	0,60694	4,25795	0,07344	0,27453	5,21286	<i>Safety Zone</i>
2022	1,04925	4,98719	1,16077	0,42980	7,62700	<i>Safety Zone</i>
2023	1,18022	3,41037	-0,36629	0,32038	4,54468	<i>Safety Zone</i>
2024	0,37792	0,45572	-0,36212	0,22876	0,70028	<i>Distress Zone</i>

Sumber : PT Pyridam Farma Tbk, Data diolah (2025)

Berdasarkan hasil perhitungan Altman Z-Score PT Pyridam Farma Tbk periode 2019-2024, terlihat penurunan progresif dalam prediksi kesehatan finansial perusahaan dari kondisi sangat sehat menuju zona kebangkrutan yang mengkhawatirkan. Pada tahun 2019-2020, perusahaan berada dalam posisi Safety Zone yang sangat solid dengan Z-Score mencapai 8,09921 dan 9,17571, didukung oleh kontribusi seimbang dari semua komponen terutama modal kerja yang kuat (X1: 2,36-2,43), akumulasi laba ditahan yang dominan (X2: 3,31-3,54), profitabilitas operasional yang positif (X3: 0,44-0,87), dan struktur ekuitas yang sangat sehat (X4: 1,98-2,33), mencerminkan fundamental bisnis yang kokoh dengan risiko kebangkrutan sangat rendah. Meskipun mengalami penurunan pada 2021 menjadi 5,21286 akibat ekspansi aset yang mengubah proporsi komponen-komponen, perusahaan masih bertahan di Safety Zone hingga 2023 dengan skor 4,54468, dimana kontribusi terbesar tetap berasal dari komponen RETA yang mencapai 4,25-4,99 pada periode 2021-2022 yang mengkompensasi penurunan komponen lainnya. Namun, terjadi kolaps dramatis pada 2024 ketika Z-Score anjlok menjadi 0,70028 dan tergelincir ke Distress Zone, disebabkan oleh deteriorasi simultan pada semua komponen: modal kerja yang menurun drastis (X1: 0,38), laba ditahan yang terkikis (X2: 0,46), kerugian operasional berkelanjutan (X3: -0,36), dan leverage yang meningkat tajam (X4: 0,23), mencerminkan dampak dari ekspansi aset yang sangat agresif



mencapai Rp5,81 triliun yang dibiayai utang Rp4,77 triliun namun belum menghasilkan profitabilitas operasional sehingga mengakibatkan kerugian Rp313,14 miliar dan erosi laba ditahan menjadi hanya Rp46,80 miliar. Transformasi dari Safety Zone ke Distress Zone ini menunjukkan bahwa strategi pertumbuhan ekspansif PT Pyridam Farma Tbk pada 2024 telah menciptakan ketidakseimbangan struktural antara skala aset dengan kemampuan menghasilkan return, sehingga meskipun perusahaan berkembang secara ukuran, kesehatan finansialnya justru memburuk secara signifikan dan memerlukan fokus mendesak pada peningkatan efisiensi operasional, optimalisasi utilisasi aset, dan percepatan monetisasi investasi untuk mengembalikan profitabilitas dan memperbaiki skor kebangkrutan sebelum kondisi semakin memburuk.

c. PT. Phapros Tbk

Tingkat Kebangkrutan Metode Altman Z-Score PT Phapros Tbk Tahun 2019-2024
(dalam jutaan rupiah)

Tahun	X1	X2	X3	X4	Z-Score	Keterangan
2019	0,04675	0,84918	0,41555	0,67656	1,98805	<i>Grey Zone</i>
2020	-0,20524	0,78699	0,22476	0,66204	1,46856	<i>Grey Zone</i>
2021	0,77462	0,80538	0,04712	0,70887	2,33599	<i>Grey Zone</i>
2022	0,86691	0,85843	0,15440	0,78341	2,66315	<i>Safety Zone</i>
2023	0,38799	1,01287	0,03208	0,65076	2,08370	<i>Grey Zone</i>
2024	-0,14602	1,92977	-1,67878	0,39808	0,50305	<i>Distress Zone</i>

Sumber : PT Phapros Tbk, Data diolah (2025)

Berdasarkan hasil perhitungan Altman Z-Score PT Phapros Tbk periode 2019-2024, terlihat fluktuasi signifikan dalam prediksi kesehatan finansial perusahaan yang didominasi oleh posisi Grey Zone sebelum akhirnya tergelincir ke Distress Zone pada tahun terakhir observasi. Pada tahun 2019-2021, perusahaan konsisten berada di Grey Zone dengan Z-Score berkisar 1,46856 hingga 2,33599, mengindikasikan kondisi finansial yang ambigu antara sehat dan bermasalah dimana perusahaan menghadapi ketidakpastian dengan kontribusi komponen yang relatif seimbang namun tidak cukup kuat untuk mencapai Safety Zone, dengan kelemahan utama pada modal kerja yang sangat minim bahkan negatif pada 2020 (-0,20524) dan profitabilitas operasional yang terus menurun. Perbaikan sementara terjadi pada 2022 ketika Z-Score meningkat menjadi 2,66315 dan perusahaan berhasil mencapai Safety Zone untuk pertama kalinya, didukung oleh perbaikan simultan pada semua komponen terutama modal kerja (0,86691), laba ditahan (0,85843), profitabilitas operasional (0,15440), dan struktur ekuitas (0,78341) yang mencerminkan optimalisasi kinerja operasional dan manajemen keuangan. Namun, kondisi kembali memburuk pada 2023 dengan Z-Score turun menjadi 2,08370 dan tergelincir kembali ke Grey Zone, sebelum mengalami kolaps dramatis pada 2024 ketika skor anjlok menjadi 0,50305 dan masuk ke Distress Zone, disebabkan oleh deteriorasi simultan pada hampir semua komponen kritis: modal kerja kembali negatif (-0,14602), profitabilitas operasional berubah menjadi kerugian besar (-1,67878) yang merupakan kontributor negatif terbesar, dan struktur ekuitas yang melemah (0,39808), meskipun komponen laba ditahan meningkat menjadi 1,92977 namun tidak mampu mengkompensasi kelemahan fundamental lainnya. Transformasi dari Safety Zone ke Distress



Zone dalam waktu hanya dua tahun ini menunjukkan bahwa PT Phapros Tbk mengalami krisis operasional dan finansial yang serius, dimana kerugian operasional sebesar Rp357,25 juta telah menggerus ekuitas, menciptakan defisit modal kerja, dan menempatkan perusahaan dalam zona probabilitas kebangkrutan tinggi yang memerlukan intervensi manajemen mendesak berupa restrukturisasi operasional, perbaikan efisiensi, dan kemungkinan rekapitalisasi untuk mengembalikan perusahaan ke jalur profitabilitas dan kesehatan finansial yang berkelanjutan.

2. Faktor Penyebab Kerugian

a. PT. Indofarma Tbk

Berdasarkan analisis komponen Altman Z-Score PT Indofarma Tbk periode 2019-2024, kerugian dan deteriorasi kesehatan finansial perusahaan disebabkan oleh kombinasi beberapa faktor fundamental yang saling memperburuk. Faktor utama adalah krisis likuiditas operasional yang tercermin dari defisit modal kerja yang progresif memburuk dari surplus Rp388,14 miliar (2019) menjadi defisit masif Rp1,37 triliun (2024), mengindikasikan ketidakmampuan perusahaan dalam mengelola siklus kas operasional dimana kewajiban lancar jauh melampaui aset lancar sehingga menciptakan tekanan pembayaran yang kronis. Kedua, unprofitabilitas operasional berkelanjutan sejak 2022 dengan kerugian EBIT yang mencapai Rp669,51 miliar pada puncaknya di tahun 2023, menandakan bahwa aset-aset perusahaan gagal menghasilkan pendapatan operasional yang memadai untuk menutupi biaya operasional, kemungkinan disebabkan oleh inefisiensi produksi, penurunan volume penjualan farmasi di tengah kompetisi ketat, atau peningkatan biaya bahan baku dan operasional yang tidak dapat ditransfer ke harga jual. Ketiga, erosi total ekuitas hingga menjadi negatif Rp1,14 triliun pada 2024 sebagai akumulasi dari kerugian beruntun yang menggerus modal pemegang saham, menciptakan kondisi insolvensi teknis dimana total kewajiban Rp1,76 triliun melampaui total aset Rp618 miliar, sementara kontraksi aset yang drastis dari Rp2,01 triliun (2021) menjadi Rp618 miliar (2024) mengindikasikan kemungkinan divestasi aset produktif, penurunan nilai persediaan, atau write-off aset yang memperlemah kapasitas operasional. Kombinasi ketiga faktor ini menciptakan spiral negatif dimana perusahaan menghadapi ketidakmampuan simultan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek, menghasilkan profit operasional, dan mempertahankan basis aset yang memadai, yang secara kolektif menempatkan PT Indofarma Tbk dalam posisi financial distress kritis yang memerlukan restrukturisasi komprehensif mencakup rekapitalisasi, renegotiasi utang, optimalisasi operasional, dan kemungkinan transformasi model bisnis untuk memulihkan viabilitas jangka panjang.

b. PT. Pyridam Farma Tbk

Berdasarkan analisis komponen Altman Z-Score PT Pyridam Farma Tbk periode 2019-2024, kerugian dan penurunan drastis kesehatan finansial perusahaan terutama pada tahun 2023-2024 disebabkan oleh beberapa faktor fundamental yang saling berkaitan. Faktor utama adalah ekspansi aset yang sangat agresif namun tidak diimbangi dengan profitabilitas operasional yang memadai, dimana total aset melonjak drastis dari Rp1,53 triliun (2022) menjadi Rp5,81 triliun (2024) atau meningkat hampir empat kali lipat, yang dibiayai terutama melalui peningkatan utang dari Rp1,08 triliun menjadi Rp4,77 triliun, namun ekspansi



tersebut justru menghasilkan kerugian operasional sebesar Rp83,25 miliar (2023) dan Rp313,14 miliar (2024), mengindikasikan bahwa aset-aset baru yang diakuisisi belum mampu menghasilkan pendapatan yang cukup untuk menutupi biaya operasional dan beban bunga yang meningkat. Kedua, erosi drastis laba ditahan dari Rp372,67 miliar (2022) menjadi hanya Rp46,80 miliar (2024) akibat akumulasi kerugian operasional, yang menyebabkan rasio RETA turun tajam dari 1,53 menjadi 0,14 dan menghilangkan kontribusi komponen ini yang sebelumnya menjadi pilar utama dalam memperkuat *Z-Score* perusahaan. Ketiga, penurunan signifikan dalam efisiensi modal kerja dimana meskipun modal kerja absolut meningkat menjadi Rp334,78 miliar (2024), proporsinya terhadap total aset yang membengkak hanya 5,76% dibandingkan 36-37% pada periode 2019-2020, menciptakan keterbatasan fleksibilitas likuiditas operasional di tengah beban kewajiban yang semakin besar. Kombinasi ketiga faktor ini menciptakan situasi dimana PT Pyridam Farma Tbk mengalami *over-leverage* dengan rasio ekuitas terhadap utang yang menurun dari 2,22 (2020) menjadi 0,22 (2024), sehingga perusahaan terperangkap dalam siklus dimana aset baru yang dibiayai utang belum produktif menghasilkan *return*, sementara biaya pembiayaan dan operasional terus mengakumulasi kerugian yang menggerus ekuitas, memerlukan periode konsolidasi dan fokus pada peningkatan utilisasi aset serta efisiensi operasional untuk mengembalikan profitabilitas sebelum kondisi solvabilitas semakin memburuk.

c. PT. Phapros Tbk

Berdasarkan analisis komponen Altman Z-Score PT Phapros Tbk periode 2019-2024, kerugian dan deteriorasi kesehatan finansial perusahaan yang mencapai puncaknya pada tahun 2024 disebabkan oleh kombinasi beberapa faktor kritis yang saling memperkuat dampak negatifnya. Faktor paling dominan adalah kolapsnya profitabilitas operasional yang tercermin dari komponen EBITTA yang berubah drastis dari kontribusi positif 0,15440 (2022) menjadi kontribusi sangat negatif -1,67878 (2024) akibat kerugian operasional sebesar Rp357,25 juta, mengindikasikan kegagalan fundamental perusahaan dalam menghasilkan pendapatan yang cukup untuk menutupi biaya operasional, kemungkinan disebabkan oleh penurunan volume penjualan produk farmasi, intensifikasi kompetisi pasar, atau inefisiensi dalam rantai produksi dan distribusi yang meningkatkan struktur biaya. Kedua, ketidakstabilan kronis dalam manajemen modal kerja yang berfluktuasi antara surplus dan defisit sepanjang periode observasi, dengan kondisi terburuk pada 2024 ketika komponen WCTA kembali negatif -0,14602 akibat defisit modal kerja Rp31,83 juta, mencerminkan ketidakmampuan perusahaan dalam menjaga keseimbangan antara aset lancar dan kewajiban lancar sehingga menciptakan tekanan likuiditas operasional yang berkelanjutan. Ketiga, erosi signifikan struktur permodalan dimana komponen MVEBVD menurun dari 0,78341 (2022) menjadi 0,39808 (2024) akibat penurunan drastis ekuitas dari Rp771,82 juta menjadi hanya Rp393,12 juta yang disebabkan oleh akumulasi kerugian operasional yang menggerus modal pemegang saham, sementara total kewajiban relatif stabil di Rp1,04 miliar, sehingga rasio ekuitas terhadap utang memburuk dan meningkatkan risiko finansial perusahaan. Meskipun komponen RETA menunjukkan peningkatan menjadi 1,92977 pada 2024, hal ini bersifat misleading karena didorong oleh kontraksi aset dari Rp1,77 miliar menjadi Rp1,43 miliar bukan dari pertumbuhan laba riil, sehingga tidak mampu mengkompensasi kelemahan fundamental pada tiga komponen lainnya yang secara kolektif menyebabkan Z-Score anjlok



dari Safety Zone (2,66315 pada 2022) ke Distress Zone (0,50305 pada 2024), menempatkan PT Phapros Tbk dalam posisi probabilitas kebangkrutan tinggi yang memerlukan intervensi strategis mendesak berupa restrukturisasi operasional, perbaikan efisiensi, dan kemungkinan rekapitalisasi untuk mengembalikan perusahaan ke jalur profitabilitas dan stabilitas finansial berkelanjutan.

KESIMPULAN

Berdasarkan analisis Altman Z-Score terhadap tiga perusahaan farmasi BEI periode 2019–2024, seluruhnya mengalami deteriorasi signifikan hingga masuk Distress Zone pada 2024. PT Indofarma Tbk menurun konsisten, dengan perbaikan 2024 bersifat artifisial akibat kontraksi aset, sementara modal kerja, profitabilitas, dan ekuitas tetap negatif. PT Pyridam Farma Tbk berubah drastis dari Safety Zone menjadi distress karena ekspansi aset berbasis utang tanpa dukungan laba operasional. PT Phapros Tbk berfluktuasi sebelum terjun ke distress akibat kolaps profitabilitas dan erosi ekuitas. Ketiganya menghadapi krisis likuiditas, kerugian berkelanjutan, dan melemahnya struktur modal sehingga memerlukan restrukturisasi komprehensif. Penelitian ini terbatas pada metode prediktif, ketergantungan laporan keuangan, serta cakupan tiga perusahaan periode 2019–2024. Disarankan perluasan objek, periode, dan metode seperti Springate, Ohlson, atau Zmijewski, serta evaluasi manajemen aset, utang, dan profitabilitas.

DAFTAR PUSTAKA

- Abadi, M. T., & Misidawati, D. N. (2023). *prediksi kebangkrutan perusahaan (Teori, Metode, Implementasi)*. Zahir Publishing.
- Fasindah, M. (2024). Dasar dasar Metode Penelitian Kuantitatif dan Kualitatif.
- Goh, T. S. (2023). Monograf: Financial Distress. *Indomedia Pustaka*, 7(2).
- Kasmir, D., & SE, M. (2022). Pengantar Metodologi Penelitian Untuk Ilmu Manajemen, Akuntansi, dan Bisnis. *Depok: Rajawali Pers*
- Pramono, A., & Handayani, A. (2024). PENGARUH *LEVERAGE*, ROTASI KAP DAN FINANCIAL DISTRESS TERHADAP AUDIT DELAY. *Jurnal Nusa Akuntansi*, 1(3), 1360–1377.
- Putra, I. G. S., Affandi, H. A. A., Purnamasari, L., & Sunarsi, D. (2021). *Analisis laporan keuangan*. Cipta Media Nusantara.
- Tinambunan, A. L., & Mu'arif, S. (2024). PENGARUH OPERATING CAPACITY, SALES GROWTH, DAN CASH FLOW TERHADAP FINANCIAL DISTRESS. *JURNAL ILMIAH EKONOMI, MANAJEMEN, BISNIS DAN AKUNTANSI*, 1(4), 148–163.