

SIMULASI STRATEGI AKUISISI BANK DI INDONESIA (AKUISISI BANK MANDIRI TERHADAP BANK TABUNGAN PENSIUNAN NASIONAL)

Lisa Kartika

Sekolah Tinggi Manajemen PPM

M. Akhsanur Rofi

Sekolah Tinggi Manajemen PPM

ABSTRAK

Tingkat persaingan yang semakin ketat dalam industri perbankan khususnya dalam Masyarakat Ekonomi ASEAN, mendorong perusahaan melihat berbagai kemungkinan strategi termasuk upaya konsolidasi sebagai salah satu solusi yang diharapkan dapat memaksimalkan kinerja perusahaan. Penelitian ini disusun untuk mengidentifikasi kemungkinan akuisisi sebagai *alternative strategy* bagi perbankan melalui akuisisi Bank Mandiri atas Bank BTPN sebagai *explorative case study*. Langkah pertama adalah mengidentifikasi faktor pendukung dan penghambat proses akuisisi, kemudian mengidentifikasi nilai intrinsik dan harga wajar akuisisi, dan selanjutnya melihat kemungkinan langkah strategi dan dampak atas proses akuisisi. Analisis *comparative* dan *value map* digunakan untuk menemukan *acquisition target* yang tepat bagi Bank Mandiri. Kemudian analisis faktor dalam industri perbankan menggunakan PESTEL dan 5 Porter's Analysis. Perhitungan nilai wajar sebelum dan sesudah akuisisi menggunakan FCFE 3-Stage Model, DDM dan Relative Valuation.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa strategi akuisisi dapat menjadi alternatif bagi Bank Mandiri untuk memaksimalkan kinerjanya. Nilai wajar saham Bank Mandiri setelah terjadinya proses akuisisi dan sinergi dapat mencapai IDR 18.484. Nilai kapitalisasi pasar berpotensi meningkat hingga 69,74% dan target ROE dapat diraih hingga 27,56%. Selain menguntungkan secara finansial, analisis dampak ekonomi memunculkan peluang untuk peningkatan potensi usaha kecil dan menengah.

Penelitian ini dalam fase akuisisi berfokus pada tahap pertama yakni penentuan objektif dari sudut pandang keuangan dan manajemen strategi. Dalam fase ini, semua pendekatan bersifat simulasi dan analisis pendalaman.

Kata kunci : strategi, studi kasus, eksploratif, akuisisi, bank

PENDAHULUAN

Menjelang MEA 2015 banyak perusahaan Asia Tenggara melakukan upaya persiapan, tak terkecuali perbankan. Meskipun bagi industri ini pembukaan pasar regional baru dilaksanakan tahun 2020 nanti, namun sudah seharusnya persiapan dilakukan sedini mungkin mengingat kompetisi yang semakin ketat. Peningkatan arus pergerakan orang, barang, jasa dan arus modal di kawasan ASEAN dapat menimbulkan berbagai dampak yang tak terbayangkan.

Berdasarkan hasil diskusi dengan bank-bank sentral Asia Tenggara, maka muncul gagasan *Qualified Asean Bank (QAB)* sebagai alternatif penerapan asas resiprositas yang sering dipersoalkan Indonesia. Gagasan QAB adalah bank-bank dari negara ASEAN harus diperlakukan sama ketika memasuki pasar negara lain di ASEAN.

QAB melalui *ASEAN Banking Integration Framework (ABIF)* diterapkan dalam kerangka integrasi perbankan di lingkungan anggota ASEAN. Selain QAB, empat agenda yang menjadi diskusi bank sentral di ASEAN yakni upaya harmonisasi regulasi sektor keuangan antar negara, *capacity building*, dan kesiapan infrastruktur di sektor finansial. ABIF dapat berdampak positif bagi Indonesia dengan membuka kesempatan

bagi perbankan dan pelaku bisnis Indonesia untuk melakukan ekspansi pasar.

Penetapan label QAB kepada bank ditentukan oleh bank sentral masing-masing. Kriteria umumnya yaitu bank harus berkantor pusat di ASEAN dan sahamnya dimiliki oleh orang berkewarganegaraan ASEAN. Adapun lima kriteria khususnya antara lain telah dikelola dengan baik (*well managed*), memiliki cukup banyak modal (*well capitalised*), mendapatkan rekomendasi otoritas, lulus ketentuan Basel, dan merupakan bank dinilai penting di negara asalnya. Meskipun tidak ada syarat modal minimum, hal ini tetap menjadi pertimbangan regulator. Di Indonesia, BI mensyaratkan bahwa bank kriteria QAB harus Bank Umum Kegiatan Usaha (BUKU) IV dengan modal inti di atas IDR30 Triliun.

Vietnam sudah mempersiapkan konsolidasi perbankan melalui enam aksi di tahun 2015 dengan target jumlah bank susut dari 40 bank menjadi 15 bank pada akhir tahun 2017. *The State Bank of Vietnam* memproses pengajuan izin dua rencana aksi merger. Yakni merger Saigon Thoung Tin Comercial JSB dengan Southern Commercial JSB, serta merger Vietnam Maritime Commercial JSB dengan Mekong Development JSB.

Kemudian, tiga bank Malaysia yaitu CIMB Group, RHB Capital, dan Malaysia Building Society sudah mempersiapkan diri untuk merger seizin dari Bank Negara Malaysia. Potensi aset gabungan mega-merger tersebut mencapai US\$ 188,46 Miliar atau IDR 2.202 Triliun (USD1 = IDR 11.685 per 11 Juli 2014), melebihi aset Maybank senilai US\$177,49 Miliar/IDR2.073 Triliun. Menurut data BI per Mei 2014, aset Bank Mandiri baru IDR 655 Triliun. Kemudian Bank BRI, BCA, dan BNI masing-masing bernilai IDR 605 Triliun, IDR 503 Triliun, dan IDR 392 Triliun. Jika digabungkan maka total aset keempat bank tersebut IDR 2.155 Triliun.

Jika dilihat dari ukuran potensi pasar

maka Singapura dan Malaysia bisa dibilang tidak terlalu besar. Kedua negara tersebut masing-masing dihuni oleh 5,5 juta dan 30 juta penduduk. Tingkat kepemilikan akun warga di lembaga keuangan formal Singapura dan Malaysia masing-masing mencapai 66% dan 98%. Sedangkan tingkat kepemilikan akun warga pada lembaga keuangan formal di Indonesia yang wilayahnya meliputi lebih dari 40% wilayah ASEAN hanya 20%.

Dilihat dari indikator keuangan, aset perbankan Singapura sudah mencapai US\$ 783 Miliar atau IDR 8.562 Triliun (USD1 = IDR 10.934 per 31 Desember 2013). Dengan rasio modal perbankan terhadap PDB mencapai 272%, rasio pinjaman terhadap PDB 138,5%, dan rasio pinjaman terhadap simpanan (LDR) 106,8%. Kemudian aset perbankan Malaysia mencapai US\$ 627 Miliar atau IDR 6.809 Triliun, rasio modal perbankan terhadap PDB sebesar 199%, serta rasio pinjaman terhadap PDB 104,2%, dan LDR 80,25%. Di Indonesia, aset perbankan baru mencapai US\$ 407 Miliar atau IDR 4.451 Triliun, rasio modal perbankan terhadap PDB 199%, rasio pinjaman terhadap PDB 34,3%, dan LDR 90,61%.

Indonesia masih menyediakan ruang luas bagi perbankan domestik untuk berekspansi dan memperkuat pasar. Tanpa ada konsolidasi solid dan upaya menata ulang arsitek perbankan nasional, maka akan sulit bagi perbankan untuk bisa menjadi tuan rumah di negeri sendiri. Selain itu, industri dapat terancam mengalami penurunan profitabilitas akibat persaingan industri yang lebih terbuka.

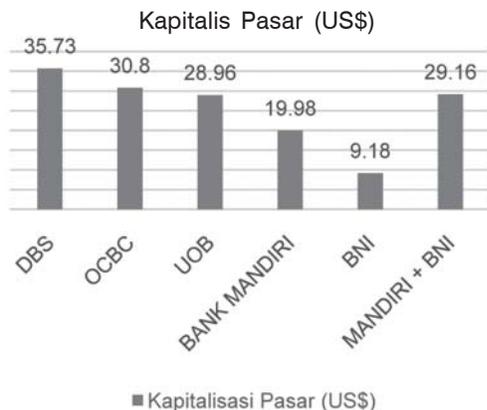
Dalam konsolidasi, pemerintah sebagai pemilik BUMN memiliki beberapa opsi. Pertama, mengurangi kepemilikan saham pada bank BUMN tertentu melalui penawaran umum saham sekunder atau divestasi saham kepada *strategic investor*. Kedua, melakukan merger dan akuisisi bank BUMN.

Dengan perbandingan kapitalisasi

pasar berdasarkan data triwulan III-2014, bank terbesar ASEAN yakni DBS bernilai US\$ 35,73 Miliar atau IDR 439 triliun (USD1 = IDR 12.273 per 30 September 2014), lalu Bank OCBC bernilai US\$ 30,8 Miliar atau IDR 378 Triliun dan UOB bernilai US\$ 29 Miliar atau IDR 355 Triliun. Sementara kapitalisasi pasar Bank Mandiri hanya US\$ 19,98 Miliar atau IDR 245 Triliun dan BNI sebesar US\$ 9,18 Miliar atau IDR 113 Triliun. Nilai gabungannya cukup kecil.

Wacana merger dua bank tersebut juga tak lepas dari ambisi pemerintah untuk unjuk gigi di ajang MEA 2020 nanti. Posisi Indonesia sebagai negara besar di jajaran ASEAN akan jadi perhatian sehingga pemerintah merasa Indonesia harus punya bank besar (Pramono, 2014).

Gambar 1. Kapitalisasi Pasar Bank di ASEAN tahun 2015



Bank Mandiri menetapkan sejumlah visi yang harus dicapai pada 2020. Pertama, Bank Mandiri harus menjadi pemimpin pasar di ASEAN dengan minimal kapitalisasi harus mencapai US\$ 55 Miliar atau IDR 688 Triliun (USD1 = IDR 12.502 per Desember 2014). Kedua, Bank Mandiri harus menjadi pemimpin *return on equity*. Bank ini membutuhkan pertumbuhan pendapatan 23-28% dan ROE sekitar 23-27%. Ketiga, Bank Mandiri ingin memperluas pengaruh

sosial ekonomi. Bank Mandiri (BMRI) menargetkan pencapaian aset sebesar IDR 1.000 Triliun akhir tahun 2015 untuk menaikkan posisi dari peringkat 9 aset terbesar ASEAN sehingga siap menjadi *Qualified ASEAN Bank*.

Berdasarkan analisis tren transaksi merger dan/atau akuisisi di Indonesia di industri perbankan dalam rentang tahun 2011 sampai 2015, diketahui bahwa konsolidasi industri perbankan Indonesia dilakukan oleh perusahaan pengakuisisi yang memiliki modal inti lebih besar dari modal inti target akuisisi (Lampiran 2).

Dari analisis kriteria pemilihan kandidat bank target akuisisi, diperoleh bahwa Bank Tabungan Pensiunan Nasional (BTPN) dan Bank Negara Indonesia (BBNI) merupakan kandidat yang sesuai. Dari sisi aset, BBNI dapat membantu BMRI mencapai target peningkatan aset. Namun dari strategi pengembangan ke depan, BTPN lebih menarik. Dari sini, studi kasus difokuskan pada BTPN dengan asumsi pertimbangan *stakeholder*, historis akuisisi, serta potensi pertumbuhan di pasar UKM yang tinggi.

Penelitian disusun sebagai eksplorasi kemungkinan pencapaian sinergi atas akuisisi BTPN. Konsolidasi ini merupakan langkah alternatif dari rencana strategi yang dilakukan oleh BMRI. Konsep valuasi menjadi sentral analisis dengan analisis tambahan lainnya akan dilakukan sampai terbentuk suatu kerangka pendekatan yang sesuai.

Rumusan masalah dalam penelitian ini yaitu: 1) Bagaimana kerangka pendekatan yang sesuai dalam perumusan sinergi dari akuisisi BTPN oleh BMRI, 2) Bagaimana faktor internal dan eksternal dapat mendorong dan menghambat proses akuisisi dan sinergi, 3) Berapakah nilai wajar dan harga wajar akuisisi BTPN oleh BMRI, 4) Bagaimana analisis strategi dan dampaknya atas proses akuisisi tersebut.

Selain bermanfaat dalam studi kasus

akuisisi perbankan khususnya bank BUMN di Indonesia, penelitian ini diharapkan dapat memberikan suatu pendekatan baru dalam menyusun kerangka analisis akuisisi.

LANDASAN TEORI

Penelitian ini menggunakan *top-down approach* yang dimulai dari analisis makro ekonomi regional dan negara dimana industri tersebut berkembang. Industri perbankan bersinggungan langsung dengan ekonomi global dan regional melalui pelayanan jasa keuangan. Ditambah dengan analisis persaingan industri perbankan, akan diperoleh faktor pendukung dan penghambat industri khususnya terkait proses merger atau akuisisi.

Manajemen strategi adalah seni dan ilmu penyusunan, penerapan dan evaluasi keputusan lintas bagian dalam perusahaan guna untuk mencapai tujuan perusahaan (David, 2013). Penyusunan strategi merupakan tahapan krusial dalam menghasilkan strategi bisnis perusahaan ke depan untuk mencapai target dengan cara yang paling efektif.

Penyusunan strategi diawali dengan analisis eksternal dan internal. Analisis eksternal terdiri dari analisis makro ekonomi dan industri untuk mengetahui peluang dan ancaman yang akan dihadapi perusahaan melalui *External Factor Evaluation (EFE) Matrix*. *Competitive Profile Matrix (CPM)* disusun untuk identifikasi *Key Success Factor*.

Key Success Factor adalah kunci kekuatan perusahaan terhadap segala pesaing, contohnya harga yang kompetitif, hubungan kuat dengan pemasok, dan lainnya. CPM mengidentifikasi pesaing utama dari perusahaan dan menentukan kekuatan dan kelemahan dari pesaing lain yang sesuai dengan posisi strategi perusahaan.

Selanjutnya analisis internal adalah analisis kekuatan dan kelemahan per-

sahaan. Analisis disusun pada tiap fungsional pemasaran, operasi/produksi, sumber daya manusia, keuangan, IT, serta penelitian dan pengembangan. Hasil ini dirangkum dalam *Internal Factor Evaluation (IFE) Matrix*.

Tahap penerapan strategi disusun untuk menganalisis keunggulan kompetitif perusahaan dengan membuat *TOWS Matrix* kemudian diselaraskan dengan *Internal dan Eksternal Matrix* (Matriks IE). Selanjutnya, evaluasi alternatif strategi untuk strategi pilihan dilakukan dengan *Quantitative Strategic Planning Matrix*. Strategi terpilih ditetapkan melalui *Balance Scorecard* dalam program kerja yang terintegrasi dengan indikator kinerja, komunikasi, dan pengendalian,

Menurut David (2013), merger dan akuisisi merupakan dua strategi yang biasa digunakan. Merger terjadi ketika dua organisasi dengan ukuran hampir sama bersatu untuk membentuk satu entitas. Akuisisi terjadi ketika sebuah organisasi besar membeli (mengakuisisi) sebuah perusahaan yang lebih kecil, atau sebaliknya. Merger atau akuisisi yang tidak diinginkan satu pihak bisa disebut *hostile takeover*. Sebaliknya, jika akuisisi diinginkan oleh kedua perusahaan disebut *friendly merger*.

Merger menghasilkan keuntungan besar jika prediksi dan harga realisasinya benar. Beberapa alasan utama kegagalan sebagian besar merger adalah kesulitan integrasi, evaluasi target yang tidak memadai, utang yang terlalu besar, ketidakmampuan untuk mencapai sinergi, terlalu banyak diversifikasi, biaya yang terlalu besar, sulit untuk mengintegrasikan budaya organisasi yang berbeda, serta moral karyawan yang tak terjaga akibat relokasi (Jayadev, 2007).

Pengambilalihan pada industri yang sama cukup mendominasi dalam tahun-tahun terakhir. Konsolidasi pasar umum

terjadi di industri keuangan. Ada banyak potensi manfaat yang dapat diraih seperti peningkatan kapasitas utilisasi, maksimalisasi penggunaan tenaga penjualan yang ada, pengurangan staf manajerial, skala ekonomi, memuluskan tren musiman dalam penjualan, perolehan akses ke *supplier* baru, distributor, pelanggan, produk, dan kreditur, serta akuisisi teknologi baru dan pengurangan kewajiban pajak (Zenner, 2009).

Secara umumvaluasi dapat dilakukan dengan menggunakan empat pendekatan (Damodaran,2012) yaitu: a) *Discounted Free Cash Flow* b) *Liquidation and Accounting Valuation*, c) *Relative Valuation*, d) *Contigent Claim Valuation* (Rosenbaum, 2009).

Discounted Free Cash Flow Model adalah metode penilaian potensi pendapatan yang akan diterima di masa yang akan datang. Model ini menggunakan *income approach* yang melihat nilai perusahaan tergantung kepada kemampuan dalam menghasilkan arus kas. Penilaian ini mempertimbangkan kemampuan pertumbuhan perusahaan serta sudut pandang arus kas ke perusahaan atau terhadap pemegang saham.

Dividend Discount melihatnilai intrinsik perusahaan dari historis dan ekspektasi dividen. Sedangkan *Relative Valuation* adalah nilai perusahaan yang dihitung dengan melihat harga pasar atas aset yang sama atau serupa.

Dua sumber peningkatan nilai dalam proses merger atau akuisisi yaitu nilai dari pembelian target kurang dari nilai intrinsik target (*undervalued*), dan nilai sinergi dari integrasi. Sinergi merupakan fungsi dari arus masuk (*inflows*) dan arus keluar (*outflows*) dari nilai yang terjadi selama merger atau akuisisi. Jika *inflows* melebihi *outflows*, maka merger atau akuisisi akan menambah nilai pengakuisisi. Dengan demikian, perlu untuk menentukan arus nilai pada perusahaan yang terlibat (Schweiger, 2002).

Proses integrasi terjadi melalui dua tahap. Dimulai dengan penetapan tujuan strategis dan keuangan. Tujuan yang selaras akan membantu identifikasi sumber nilai. Tahap kedua adalah proses penyatuan yang dapat dimulai saat target sudah dipilih hingga kepastian waktu integrasi diumumkan. Tahap ini terdiri dari fase transaksi, transisi, dan integrasi. Aktivitas yang terjadi dalam valuasi, penentuan harga, penentuan sinergi dan hubungan diantaranya harus menjamin realisasi tujuan. Tahap ketiga berfokus pada evaluasi berkelanjutan dan perbaikan sampai nilai sinergi terbentuk (Schweiger, 2002).

Tantangan penciptaan nilai muncul dari negosiasi harga yang dibayar tidak melebihi nilainya kepada pembeli. Harga ini dipengaruhi dari nilai dari perusahaan target, sinergi yang diakui dari akuisisi, dan harga yang harus dibayar untuk mengontrol perusahaan target.

Jika harga lebih rendah atau sama dengan nilai dari perusahaan target sendiri, maka pembeli cenderung memiliki beberapa kesulitan dalam menciptakan nilai. Kedua, jika harga yang harus dibayar lebih tinggi dari nilai perusahaan target sendiri, maka pembeli harus menangkap sinergi untuk membenarkan harga. Ketiga, jika harga yang dibayar melebihi nilai perusahaan target sendiri dan nilai sinergi yang diharapkan, maka pembeli telah membayar lebih (*overpaid*).

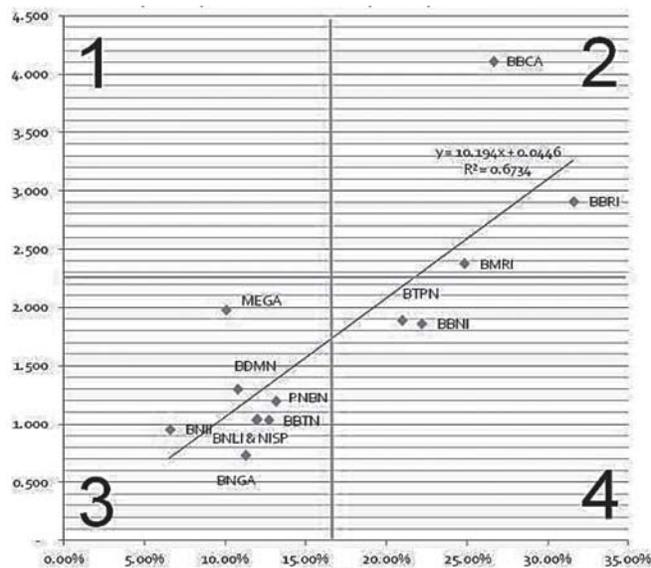
Dalam menilai perusahaan target, dapat digunakan *value map* untuk memperkirakan nilai sebuah target atas dasar hubungan antara profitabilitas di masa depan (dinyatakan dengan ekspektasi ROAE) dan premi atau diskon dari harga saham (dinyatakan dengan rasio P/BV) untuk sampel yang dianggap sebanding. Korelasi menggunakan pendekatan statistik regresi rasio (Franceschi, 2008). Nilai teoritis ini adalah peta posisional target relatif.

Pemangku kepentingan juga menjadi

pertimbangan penting dalam merger/ akuisisi. Pemetaan pemangku kepentingan merupakan proses kolaboratif dari berbagai perspektif untuk menentukan daftar kunci di seluruh spektrum pemangku kepentingan (BSR, 2011). Identifikasi daftar kelompok yang berhubungan dengan perusahaan yang memiliki peran serta pengaruh harus disusun. Kemudian dianalisis melalui kriteria kontribusi (*value*), legitimasi (*legitimacy*), kesediaan untuk terlibat (*willingness to engage*), pengaruh (*influence*), serta kebutuhan keterlibatan (*necessity of involvement*). Setelah divisualisasi, disusun peringkat yang disesuaikan dengan relevansi *stakeholder* dan dengan identifikasi isu potensial.

Seringkali, informasi rencana akuisisi menyebabkan nilai saham perusahaan target dapat berubah (Randi, 2012). Penelitian Putri (2013) menunjukkan bahwa nilai perusahaan yang akan diakuisisi lebih tinggi dibandingkan dengan nilai pasar. Falatehan (2011) dan Tjandra (2012) juga melihat bahwa nilai penawaran jauh lebih tinggi (*overvalued*) dibandingkan dengan nilai intrinsik perusahaan. Meski tidak selalu demikian seperti yang ditunjukkan Pratama (2010), dan Magdalena (2012). Dari beberapa penelitian ini, metode yang sering digunakan adalah *Discounted Cash Flow Model* khususnya *Free Cash Flow to Equity* dan *Relative Valuation*. Penelitian lebih jauh dapat dilihat pada riset Kasim (2011) dan Marzuki (2013).

**Gambar 2. Analisis Peta Nilai
METODE PENELITIAN**



Penelitian yang dilakukan adalah studi kasus eksploratif. Objek yang dikaji adalah bank BUMN yakni Bank Mandiri atau BMRI, dan Bank Tabungan Pensiunan Nasional atau BTPN. Industri yang dipilih merupakan industri jasa keuangan dengan isu khusus terkait *Qualified ASEAN Bank*. Dalam studi

kasus eksploratif, harus dilakukan studi literatur dan penyusunan kerangka pendekatan yang sesuai.

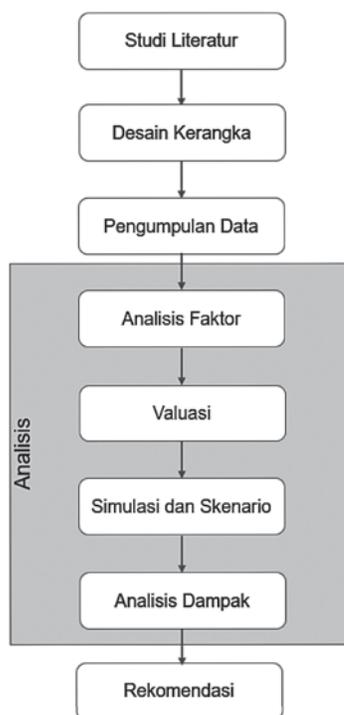
Konsep utama dalam penelitian ini adalah valuasi nilai. Pendekatan perhitungan aset dan pasar dipilih karena industri yang digunakan adalah jasa perbankan. Metode

yang digunakan adalah *Discounted Free Cash Flow*, tepatnya *FCFE 3-Stage Model* dan *Dividen Discount Model*. Juga digunakan *Relative Valuation Price Book Value (PBV)* dan *Price Earning Ratio (PER)*. Adapun periode adalah 5 tahun sebelum tahun 2014 dan 11 tahun setelah 2014.

Penelitian terbatas pada faktor yang mempengaruhi proses konsolidasi, nilai wajar dan harga wajar perusahaan, serta dampaknya terhadap kinerja setelah konsolidasi dengan pertimbangan tujuan strategi dan keuangan perusahaan.

Penelitian diawali dengan studi literatur,

Gambar 3. Kerangka Penelitian



baik pustaka mengenai konsep strategi dan konsolidasi maupun penelitian sebelumnya. Kemudian penyusunan dan desain kerangka pendekatan yang sesuai. Lalu dilakukan analisis data, pertama adalah analisis faktor pendukung dan penghambat. Analisis data eksternal dilakukan untuk mengetahui

situasi konsolidasi industri perbankan secara umum dan situasi industri perbankan Indonesia. Kemudian, dilanjutkan dengan analisis nilai wajar perusahaan sebelum merger dan/atau akuisisi. Setelah itu, penelitian dilanjutkan dengan pengumpulan data internal mengenai strategi dan rencana bisnis BMRI 5 tahun ke depan. Lalu dilakukan analisis proyeksi pertumbuhan perusahaan dan analisis komparatif industri untuk mengetahui proyeksi pertumbuhan ke depan. Dari tahapan ini, maka akan diketahui kondisi bank saat ini, seperti jumlah kapitalisasi pasar, kondisi keuangan, kebutuhan modal, proyeksi pertumbuhan, serta tindakan apa yang diperlukan oleh BMRI sesuai visinya. Dari analisis ini maka dapat diketahui faktor pendukung dan penghambat konsolidasi.

Melalui dua analisis tersebut, hasilnya dapat digunakan dalam menyusun skenario konsolidasi dengan BTPN. Analisis yang dilakukan dengan menggunakan simulasi nilai sinergi (*inflow of value*) dan simulasi nilai biaya (*outflow of value*) yang akan dikeluarkan saat konsolidasi. Lalu dilanjutkan dengan menghitung valuasi konsolidasi setelah akuisisi untuk mengetahui nilai sinergi dan nilai biaya. Setelah sinergi ditentukan, penelitian akan dilanjutkan dengan membuat skenario dengan strategi yang sudah ada, kemudian mengevaluasi dampak keputusan tersebut, serta membuat rekomendasi strategi untuk mewujudkan potensi nilai dari skenario strategi yang telah dibuat untuk BMRI.

Adapun data atau informasi yang dibutuhkan, yaitu: 1) Kondisi politik, sosial, teknologi, ekonomi, dan lingkungan di ASEAN dan Indonesia, 2) Kondisi persaingan antar perusahaan, potensi masuknya kompetitor baru, potensi pengembangan produk substitusi, kekuatan daya tawar konsumen, kekuatan daya tawar pemasok, 3) Laporan keuangan BMRI, 4) Laporan keuangan BTPN, 5) Strategi BMRI.

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Analisis Faktor

Dari analisis makro (PESTEL), maka diperkirakan industri perbankan di Indonesia dan regional masih berpotensi tumbuh tinggi. Hal ini didukung dengan kondisi ekonomi Indonesia yang relatif stabil serta proyek infrastruktur secara nasional, permintaan pasar atas jasa perbankan yang masih terbuka, serta penerapan teknologi baru mendorong pertumbuhan industri 5-10 tahun ke depan.

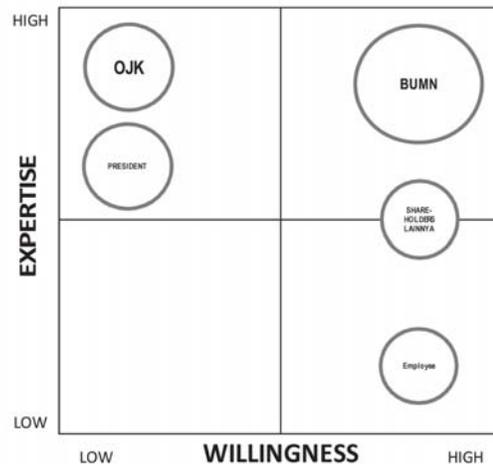
Dari analisis mikro (5 Porter), jumlah bank yang banyak dan kecil mempengaruhi intensitas persaingan dalam industri. Namun dengan potensi pasar yang luas, mendorong investor asing masuk ke Indonesia meningkat sebesar 20% dan mendorong pertumbuhan industri perbankan. Pasar regional akan mendorong pemain di industri dapat berekspansi namun juga sekaligus terdampak oleh pemain baru lebih banyak lagi. Bank yang lebih besar memiliki pengaruh lebih besar dari bank kecil. Maka bank asing bermodal besar dapat bersaing dengan bank lokal secara masif dan dalam waktu lama. Terdapat 30 faktor pendukung dan 26 faktor penghambat dalam proses merger dan/atau akuisisi di industri perbankan (Lampiran 1).

Analisis Stakeholder

Dalam analisis *stakeholder* BMRI terlihat bahwa pengaruh terbesar ada pada Kementerian Badan Usaha Milik Negara (BUMN) sebagai pemegang sebagian besar saham. Tingkat kekuatan (*power*) cukup tinggi dimiliki OJK dan Presiden namun kepentingan terhadap perusahaan lebih kecil, sehingga pengaruh keputusan BMRI tidak besar. *Shareholder* lain ukurannya kecil namun memiliki kepentingan besar bagi perusahaan, kepentingan mereka harus dipertimbangkan. Dari sisi karyawan, tingkat kekuatannya kecil, namun kepentingannya cukup besar.

Dalam analisis *stakeholder* BTPN terlihat bahwa pengaruh terbesar ada pada Sumitomo Mitsui Banking Corporation sebagai pengendali dan pemegang saham 40%. Sedangkan pengaruh dan kepentingan *stakeholder* mirip dengan BMRI.

Gambar 4. Analisis Stakeholder BMRI



Analisis Nilai Wajar Sebelum Akuisisi

Metode yang sering digunakan untuk valuasi akuisisi pada kategori *analytical valuation method* adalah menggunakan *dividen discount model* dan *market price method* pada kategori *market valuation method* (Franceschi, 2008). Valuasi dalam penelitian ini menggunakan dua cara, yakni DCF 3-Stage FCFE kemudian dilengkapi dengan valuasi *Dividen Discount Model* dan *Relative Valuation* (PER-PBV) sebagai perbandingan.

Bank Mandiri berada dalam tahap *multi-growth* ($\beta > 1$) dan pertumbuhan laba perusahaan berada pada posisi tinggi ($\pm 20\%$). Perhitungan 3-Stage FCFE menggunakan perhitungan dari Aswath Damodaran.

Hasil perhitungan FCFE diperoleh nilai saham BMRI sebesar IDR 12.337. Nilai ini lebih besar dari harga saham BMRI pada Desember 2014 yaitu IDR 10.775. Dengan *Dividen Discount Model*, diperoleh nilai saham sebesar IDR 6.869.

Dengan asumsi sama, perhitungan ekspektasi EPS tahun mendatang mencapai IDR13.519. Kemudian berdasarkan nilai PBV diketahui bahwa PBV BMRI sebesar 2,54 artinya bank termasuk kelompok perusahaan yang berhasil menciptakan *value* bagi pemegang saham.

Dalam model FCFE untuk BTPN diperoleh nilai saham IDR 4.563. Sementara nilai sahamnya pada Desember 2014 sebesar IDR 3.950. Dengan perhitungan *Dividen Discount Model*, maka nilai saham IDR 3.058. Sedangkan dengan perhitungan ekspektasi EPS tahun mendatang yang meningkat sesuai dengan asumsi pada perhitungan *FCFE Three Stage Model*, diperoleh nilai IDR 4.640.

Dari hasil perhitungan valuasi menggunakan *FCFE Three Stage Model*, *Dividen Discount Model*, *Relative Valuation* maka dapat disimpulkan bahwa nilai saham BMRI dan BTPN pada tahun 2014 di bawah nilai intrinsiknya, meskipun menurut perhitungan *Dividen Discount Model* nilai saham kedua bank sudah *overvalued*.

Nilai intrinsik dengan perhitungan *Dividen Discount Model* memiliki perbedaan yang cukup jauh disebabkan adanya *debt* yang besar dan *working capital* yang besar pada perhitungan FCFE. Jumlah dividen yang diberikan kepada pemegang saham lebih rendah dari ekspektasi.

Dalam perhitungan intrinsik yang menekankan pertumbuhan arus kas, nilai BMRI dan BTPN *undervalue* dibanding harga pasar. Namun dengan pasar yang masih dalam tahap pertumbuhan, maka pertumbuhan arus kas lebih ditekankan dari dividen.

Analisis Valuasi Konsolidasi

Dalam menghitung nilai intrinsik setelah akuisisi, model valuasi yang dipilih adalah *3Stage-FCFE*. Basis perhitungan dasarnya mengasumsikan nilai gabungan antara BMRI dengan BTPN. Baik dari sisi aset maupun

liabilitas dan ekuitas. Seolah-olah setelah akuisisi tidak ada intervensi terhadap BTPN sebagai target akuisisi dan menjalankan operasinya sebagaimana biasanya. Namun dengan posisi baru sebagai anak perusahaan, BTPN dapat mengakses sumber daya BMRI sekaligus memiliki target yang sejalan dengan BMRI. Dengan pertimbangan tersebut, maka perhitungan setelah akuisisi berbasis BMRI.

Berdasarkan data dan asumsi yang digabungkan antara BMRI dan BTPN (Lampiran 3), diperoleh perhitungan nilai saham IDR 16.406 (Lampiran 4). Nilai ini lebih besar dibandingkan dengan nilai saham independen BMRI dan BTPN. Suatu indikasi awal konsolidasi mungkin dilakukan.

Skenario analisis yang dilakukan dalam perhitungan di atas merupakan nilai dasar dan basis asumsi. Nilai sinergi belum dihitung, seperti potensi manfaat segmen UMKM dari BTPN akan akses yang lebih besar setelah konsolidasi. Juga manfaat bagi BMRI untuk mendapatkan segmen pasar yang lebih luas khususnya segmen UMKM. Kedua pasarmengincar segmen UMKM yang berbeda. BMRI terfokus pada sentra pasar dan pusat kerajinan, sedangkan BTPN lebih terfokus pada budi daya sumber daya alam.

Simulasi Nilai Sinergi

Setelah perhitungan dasar memberikan indikasi positif, maka identifikasi nilai sinergi wajib dilakukan. Berikut beberapa simulasi sinergi secara keuangan dan operasional yang mungkin dapat tercapai:

- 1) Peningkatan fasilitas
 - BMRI memperoleh jaringan bank lebih luas dari BTPN yang memiliki 1.200 kantor cabang yang tersebar di 33 provinsi Indonesia. Total jumlah cabang BMRI dari 2.312 menjadi 2259 kantor cabang (2014). Perhitungan ini sudah mempertimbangkan terjadinya redun-

dansi geografis sehinggaterjadi pengurangan cabang BTPN sebesar 529 cabang, serta pengurangan cabang dengan kinerja kurang baik sebesar 5% (119 cabang). Dengan demikian, jumlah cabang yang dilikuidasi senilai IDR 648 Miliar dengan asumsi harga jual 1 cabang sebesar IDR 1 Miliar.

- BMRI mendapat akses jaringan anjungan tunai mandiri (ATM) tambahan sebesar 94 unit ATM. Jumlah ATM ini setara dengan investasi sebesar IDR6,58 Miliar dengan asumsi 1 ATM membutuhkan investasi sebesar IDR70 Juta.
 - Adanya pemberian dana dari pemerintah untuk menyatukan seluruh ATM BUMN sebesar Rp 850 miliar untuk membuat 50 ATM baru. Jika BMRI berkonsolidasi dengan BTPN maka tambahan ATM yang dibutuhkan sudah lebih dari cukup yaitu 94 unit ATM. Dengan demikian, dana pemberian dari pemerintah dapat digunakan untuk kebutuhan yang lainnya.
- 2) Peningkatan pelanggan yang melebihi peningkatan karyawan:
- BMRI akan memperoleh tambahan pelanggan dari BTPN yaitu sebesar 1.100.000 nasabah. Dengan demikian total nasabah berjumlah 17.300.000 orang.
 - Adanya peningkatan jumlah karyawan BMRI karena gabungan dari karyawan BTPN. Dari 34.696 orang karyawan BMRI ditambah karyawan BTPN sebesar 10.828 orang, jumlah totalnya 45.524 karyawan. Karyawan yang dipertahankan sebesar 43.248 orang, 2.276 orang lainnya diasumsikan tereliminasi karena kinerja kurang baik (5% terbawah).
- 3) Peningkatan pendapatan
Potensi sinergi terbesar diperoleh dari pengembangan segmen UMKM yang

dimiliki oleh BTPN. Hingga kini segmen UMKM BMRI masih jauh di bawah Bank BRI (BBRI). Segmen UMKM yang dimiliki oleh BMRI berbeda dengan BTPN sehingga tidak perlu untuk disatukan. Plafon kredit yang ditawarkan rentangnya juga berbeda.

Proses akuisisimemunculkan potensi baru yakni UMKM ekspor. UMKM ekspor yang ditarget adalah kelompok UMKM baru namun berpotensi ekspor dengan kredit modal kerja dan investasi secara langsung melalui IDR50 Juta. Produk ini peluang bagi UMKM yang berpotensi ekspor namun sering mengalami kendala informasi, modal kerja, modal investasi, dan jejaring. Segmen UMKM dikelola oleh BTPN Mitra Usaha Rakyat, terdapat kemungkinan dari BTPN untuk melepas unit bisnis UMKM-nya. Dengan demikian, jika proses akuisisi terjadi, maka segmen UMKM akan secara langsung masuk ke dalam Bank Syariah Mandiri (BSM).

Berikut potensi peningkatan pendapatan:

- Adanya potensi pasar baru yang belum tergarap yaitu peminjaman kredit UMKM untuk ekspor yang dapat menghasilkan pendapatan sebesar IDR 8.480 Miliar.
 - Adanya biaya transaksi untuk ekspor yang akan menambah pendapatan untuk perusahaan sebesar IDR130 Miliar.
- 4) Akses modal lebih kuat
Gabungan dari dua bank ini dapat menambah jumlah modal yang dimiliki. Meski tidak akan sebesar merger Bank Mandiri dengan Bank BNI, namun peningkatannya dapat membantu meningkatkan ketahanan modal BMRI.
- 5) Meningkatkan *potentialmarket value*

Dengan peningkatan modal, BMRI dengan kemampuan yang lebih baik untuk bersaing dengan perusahaan lainnya, sekaligus meningkatkan *potential market value*-nya.

Simulasi Nilai Biaya

1) Nilai Premi

Berdasarkan data historis BTPN, pernah terjadi aksi konsolidasi perusahaan yaitu 40% saham BTPN dibeli oleh PT Sumitomo Mitsui Banking Coporation pada tahun 2013. Data transaksi tersebut dapat dijadikan sebagai pertimbangan perhitungan konsolidasi ke depan.

Dalam transaksi akuisisi sebelumnya, diketahui bahwa Sumitomo Mitsui Banking Corporation membeli saham dari BTPN sebesar 2,34Miliar lembar saham atau setara 40% saham BTPN dengan harga akuisisi sebesar US\$1,3 Miliar pada bulan Juni tahun 2013 atau setara dengan IDR15.766 Miliar (US\$1 = IDR 12.128). Jika diasumsikan bahwa kesepakatan pembelian sudah terjadi 6 bulan sebelumnya yaitu bulan Januari tahun 2013, maka harga saham BTPN berada pada harga IDR5.200. Oleh karena itu, harga nilai jual dari saham BTPN yang dibeli sebesar IDR10.430 Miliar dengan nilai premi sebesar IDR 2.393 Miliar.

Dari harga serta jumlah saham pembelian Sumitomo Mitsui Banking Corporation, maka diketahui bahwa harga pasar saham Bank Tabungan Pensiunan Nasional mengalami penurunan menjadi IDR3.440 per saham. Dengan demikian diketahui nilai pasar saham yang dimiliki Sumitomo Mitsui Banking Coporation saat ini menjadi IDR8.036Miliar.

2) Biaya restrukturisasi

- Biaya pesangon bagi 2.276 karyawan

yang terkena PHK oleh karena efisiensi produktivitas sebesar 5% yang memiliki kinerja terburuk. Biaya yang dibutuhkan berjumlah IDR182 Miliar dengan asumsi rata-rata gaji karyawan sebesar IDR8 Juta dan mendapatkan pesangon sebesar 10x lipat dari gaji bulanan.

- Biaya pelatihan, pengenalan budaya dan peraturan baru. Biaya yang digunakan untuk memberikan pengenalan budaya dan peraturan baru serta pelatihan yang sesuai untuk karyawan. Biaya ini diasumsikan sebesar IDR100 Miliar.

3) Biaya transaksi

Biaya transaksi yang digunakan sebesar 2% dari total nilai beli sehingga pada kasus ini jumlah biaya transaksi yaitu IDR270 Miliar. Nilai 2% diasumsikan dari *consultant fee* yang meliputi biaya konsultan perusahaan, biaya pengacara, dan biaya lainnya yang terjadi selama proses transaksi.

4) Value Leakage

Biaya yang hilang pada saat proses akuisisi bisa saja produktivitas karyawan. Pada kasus ini diasumsikan bahwa gaji karyawan dari BTPN yang seharusnya dapat bekerja dengan optimal adalah IDR86 Miliar.

Analisis Nilai Investasi

- Biaya *branchless banking*
Branchless banking menjadi pilihan bank untuk melayani UMKM. Demirguc-Kunt dkk. (2012) menjelaskan bahwa *branchless banking* membutuhkan investasi sebesar US\$400 atau IDR4,851 Juta (US\$1 = IDR12.128 tahun 2013). Investasi *branchless banking* sangat efisien dibanding dengan membuat cabang baru atau membuat 1 ATM. Oleh karena itu, jika diasumsikan 1 cabang memiliki 1

branchless banking, maka biaya yang dibutuhkan IDR9,036 Miliar.

- Biaya produk baru
Biaya produk baru digunakan untuk menambah produk perusahaan dengan asumsi IDR50 Miliar. Biaya ini digunakan untuk menjaga peningkatan sistem produk baru dan sosialisasi tentang produk baru kepada masyarakat.
- Biaya riset dan pengembangan
Biaya riset dan pengembangan hanya dilakukan secara internal dengan melakukan riset pada wilayah-wilayah tertentu yang memiliki potensi atas produk baru. Biaya diasumsikan IDR1 Miliar.

Analisis Nilai Sinergi

Setelah teridentifikasi potensi sinergi, biaya, dan investasi, maka perhitungan nilai sinergi dihitung dengan cara yang sama seperti sebelumnya (Lampiran 5). Sedangkan data dan asumsi lainnya sesuai dengan data perhitungan FCFE konsolidasi yaitu dengan gabungan data BMRI dan BTPN. Dengan demikian, maka data dan asumsi yang digunakan untuk perhitungan FCFE terdapat pada Lampiran 6.

Berdasarkan hasil dari perhitungan FCFE setelah konsolidasi ditambah dengan sinergi, maka nilai BMRI menjadi IDR18.484 dan berada di atas nilai FCFE konsolidasi yakni IDR16.406. Oleh karena itu, maka dapat dihitung peningkatan nilai yang dihasilkan dari adanya proses akuisisi ini yaitu IDR2.078. (Lampiran 7).

Analisis Skenario Pendanaan

Terdapat beberapa skenario transaksi akuisisi yang menjadi pertimbangan yaitu:

1. Kas

Posisi kas BMRI setelah dikurang kewajiban hutang jangka pendek adalah IDR17.175 Miliar. Berdasarkan hasil perhitungan harga akuisisi (40%)

saham Sumitomo sebagai pemegang saham terbesar di BTPN adalah IDR20.860 Miliar. Maka, BMRI masih bisa membeli dengan pertimbangan likuiditas selama proses normalisasi akuisisi 1 tahun masih tercukupi. Kekurangan dana dapat tercukupi dari pendanaan dari luar.

2. Menerbitkan saham

Dalam skenario ini BMRI akan melakukan *right issue*. Namun sebagai BUMN dengan batas maksimum untuk menerbitkan saham 30% sesuai PP No.27 Tahun 2003, skenario ini tidak dapat dijadikan sebagai pendanaan kecuali terdapat alternatif penerbitan saham dengan cara lain.

3. Dana bantuan

Dana bantuan dari pemerintah dimungkinkan sebagai alternatif pendanaan. Pertimbangan skenario ini adalah proses konsolidasi disetujui oleh DPR dan Kementerian BUMN. Tantangan terbesar skenario ini adalah risiko publikasi dan risiko politik yang melibatkan lebih banyak *stakeholder* yang mungkin dapat menggagalkan proses akuisisi.

4. Tukar saham

Tukar saham merupakan alternatif yang menarik bagi BMRI. Penukaran dapat terjadi antara Sumitomo dengan BMRI atau juga dengan anak perusahaan BMRI jika batas 30% saham publik telah terlampaui.

5. Obligasi

Penerbitan obligasi merupakan salah satu skenario yang mungkin terjadi. Jika sentimen investor positif, maka obligasi yang diterbitkan dapat diterima pasar. Kelebihan alternatif ini adalah perusahaan tidak perlu memakai dana perusahaan dan meminimalisir risiko, namun proses ini bisa saja cukup lama.

Dengan pertimbangan keterlibatan *stakeholder*, posisi keuangan, kemung-

kinan, dan kemudahan proses, maka alternatif yang mungkin adalah menggunakan gabungan dana kas + penerbitan obligasi + penukaran saham.

Dampak Konsolidasi Terhadap Visi BMRI

Dampak konsolidasi terhadap visi BMRI terlihat sebagai berikut:

1. Dengan akuisisi BTPN oleh BMRI, segmen UMKM dapat berkembang jauh lebih cepat. Segmen UMKM juga merupakan kunci penting dalam pasar ekonomi regional. Penguatan ini diharapkan dapat menaikkan kapitalisasi pasar BMRI IDR426.75 Triliun, atau naik 69.74% dari kapitalisasi tahun 2014.
2. Untuk menjadi pemimpin ROE dengan berada di kisaran 23%-27% atau naik 2,05-6,05% dari nilai ROE akhir 2014, target ini dapat tercapai dengan pertumbuhan pendapatan 23-28%. Melalui pertumbuhan inorganik, ROE dapat bertumbuh hingga 27.6%.

Dampak Konsolidasi Terhadap UMKM

Sejak tahun 2009 UMKM di Indonesia terus tumbuh ditandai dengan meningkatnya ekspor non-migas dan berkontribusi dalam PDB sebesar 56,92%. Dengan banyaknya hambatan dan kelemahan UMKM Indonesia, seperti keterbatasan akses pasar, keterbatasan akses kredit dari bank, keterbatasan SDM, dan lainnya; pertimbangan pesimis mengatakan bahwa UMKM lokal belum dapat bersaing dalam pasar regional.

Konsolidasi ini diharapkan dapat membantu dan memperluas UMKM lokal. Beberapa dampak yang mungkin dari konsolidasi BMRI-BTPN yakni:

1. Meningkatkan *expertise* di segmen UMKM
Baik BMRI maupun BTPN memiliki perhatian pada UMKM, namun keduanya memiliki segmen yang berbeda. BTPN memiliki plafon hingga 50 juta,

sementara BMRI memiliki plafon hingga 500 juta. Dapat dipastikan keduanya memiliki pengalaman menangani segmen UMKM yang berbeda. Pengalaman ini dapat dituangkan dengan memperluas pasar melalui produk baru misalnya kredit bank dengan plafon sebesar 1-50 juta namun dapat meminjam menggunakan valuta asing lainnya serta mendapatkan akses mudah dalam melakukan kegiatan ekspor.

2. Penguatan basis lokal serta kemungkinan ekspansi regional.
Penyatuan segmen UMKM BMRI dan BTPN dapat membantu menguatkan basis lokal serta bersaing dengan pemimpin pasar seperti BBRI, selain itu dengan peningkatan keahlian dapat membantu persiapan dalam pembukaan cabang di negara ASEAN lainnya dengan segmen UMKM sebagai target.

Rekomendasi

(1) Secara simulatif, akuisisi BTPN oleh BMRI dapat dilakukan sebagai alternatif strategi yang sesuai visi BMRI dan terdapat potensi sinergi yang dapat diraih terutama berkaitan dengan perluasan segmen UMKM, (2) Pertimbangan pemilihan BTPN sebagai target akuisisi lebih sebagai strategi pengembangan pasar, sementara alternatif target lainnya yakni BBNI lebih sulit dilakukan mengingat keduanya memiliki skala yang hampir sama, sama-sama sehat, serta memiliki hambatan *stakeholder* lebih besar, (3) Kesuksesan akuisisi sangat ditentukan oleh bagaimana BMRI mengelola informasi kepada para *stakeholder* yang berkepentingan serta strategi pelaksanaannya, antara lain:

Manajemen Sinergi

Manajemen sinergi berfokus pada mengatur proses akuisisi agar dapat berjalan dengan lancar melalui pembagian tim yakni:

- Tim perancang desain strategi
Tugas dari tim ini mengatur seluruh strategi yang akan dilakukan dalam proses akuisisi dari awal hingga akhir.
- Tim komunikasi
Tugas dari tim ini mengatur segala komunikasi yang dilakukan dalam proses akuisisi ini. Misalnya seperti mengatur berita mana yang akan dikeluarkan lebih dahulu kepada publik agar tidak menurunkan atau merugikan harga saham dari perusahaan target.
- Tim implementasi
Tim implementasi melaksanakan mandat tim perancang desain strategi dan tim komunikasi. Kinerja dari tim ini akan berada di bawah pengawasan dari tim perancang dan tim komunikasi.
- Dengan karyawan BTPN
Pihak karyawan BTPN diketahui sebagai salah satu penghambat dalam proses akuisisi karena kemungkinan pemutusan hubungan kerja. Oleh karena itu, sebaiknya perlu adanya manajemen yang matang akan tidak terjadi protes berlebihan, serta penanganan yang cepat agar tidak terjadi demotivasi. Akulturasi budaya kedua bank yang berbeda juga perlu menjadi perhatian penting. Adanya wadah serta program budaya perlu diperhatikan

Strategi Negosiasi

Dalam melakukan negosiasi, pihak yang memiliki tanggung jawab besar yaitu tim implementasi. Tim implementasi akan mengelompokkan manajemen dari Bank Mandiri menjadi 3 bagian yang disesuaikan dengan level BTPN yaitu level manajemen atas, level fungsional, dan level manajemen dasar. BMRI akan melakukan pendekatan dengan BTPN sesuai dengan pembagian level tersebut. Hal ini dilakukan agar dapat mempercepat proses akuisisi dan mengurangi kesalahan komunikasi yang dapat terjadi dalam proses akuisisi.

Manajemen Stakeholder BTPN

- Dengan pengendali saham BTPN
Memberikan penawaran premi yang menarik kepada Sumitomo Mitsui Banking Corporation (SMBC). Salah satu pertimbangannya adalah tren harga saham BTPN yang cenderung menurun. TPG Nusantara SARL yang memiliki 25.88% saham juga perlu diperhatikan. Proses konsolidasi ini harus disetujui juga olehnya.

Manajemen Stakeholder BMRI

Manajemen *stakeholder* BMRI jauh lebih kompleks dari BTPN mengingat posisinya sebagai bank BUMN yang penting di Indonesia. Dari karyawan hingga DPR dapat menghambat atau juga membatalkan proses akuisisi. Penanganan yang sangat hati-hati serta penempatan tim komunikasi dan implementasi yang memahami kontekstual BUMN sangat diperlukan. Isu penguatan pasar perbankan nasional, efisiensi jumlah perbankan, serta persaingan pasar regional dapat menjadi sebuah perspektif bagi *stakeholder* BMRI.

KESIMPULAN

1. Melalui pembentukan kerangka yang jelas, analisis akuisisi BTPN oleh BMRI dapat dilakukan. Kerangka ini mengandalkan konsep perhitungan valuasi dan akuisisi serta studi eksploratif faktor-faktor.
2. Teridentifikasi beberapa faktor pendukung dan penghambat dalam akuisisi, faktor pendukung utama yakni (a) kesesuaian akuisisi sebagai alternatif strategi dengan visi BMRI, (b) dorongan dari persaingan pasar untuk penguatan pasar domestik, efisiensi jumlah perbankan, serta peningkatan aset/kapitalisasi pasar, (c) harga saham BTPN cenderung menurun atau

- stagnan setelah akuisisi sebelumnya. Sedangkan faktor penghambat utama yakni (a) hambatan dari *stakeholder* BMRI dan BTPN, dan (b) pengalaman yang minim dalam historis perbankan Indonesia dalam akuisisi bank besar.
3. Harga saham dari kedua bank masih *undervalue*, dengan BMRI memiliki potensi kenaikan harga saham 14.50% dan BTPN sebesar 15.53%. Kemudian, nilai wajar saham BMRI setelah akuisisi juga meningkat yaitu IDR 18.289. Nilai ini berdampak pada peningkatan kapitalisasi pasar sebesar 69,74% dan ROE menjadi 27,56%.
 4. Akuisisi BTPN oleh BMRI memberi dampak positif terhadap penguatan pasar domestik serta peningkatan daya saing UMKM di pasar regional. Melalui strategi yang prudensial terutama manajemen sinergi dan manajemen *stakeholder* maka proses akuisisi dapat lebih efisien dan efektif dilakukan.

DAFTAR PUSTAKA

- Adipratama, Randi. 2012. *Analisis Kinerja Keuangan Sebelum dan Sesudah Merger dan Akuisisi (Studi Kasus Pada Perusahaan Go Public Non Bank yang terdaftar di BEI, periode 2001-2008)*. Universitas Diponegoro
- BSR. 2011. *Stakeholder Mapping. BSR's Five-Step Approach to Stakeholder Engagement*. www.bsr.org
- Damodaran, Aswath. 2012. *Investment Valuation*. New York: John Wiley & Sons, Inc.
- David, Fred R. 2013. *Concepts of Strategic Management*. 14th Ed. England: Pearson Education Inc.
- Demirguc-Kunt, Asli. Klapper, Leora. 2012. *Measuring Financial Inclusion The Global Findex Database*. World Bank
- Falatehan, Indra. 2011. *Analisis Penilaian Perusahaan Target Dalam Proses Akuisisi (PT. Bank Muamalat Indonesia Tbk)*. Universitas Indonesia.
- Franceschi, Luca Francesco. 2008. *Valuation of Banks in Merger*. Catholic University of Milan
- Jayadev. M, Sensarma Rudra. 2007. *Mergers in Indian Banking: An analysis*. Indian Institute of Banking and Finance: Mumbai.
- Kasim, Yuyu. 2011. *Valuasi harga Saham PT Garuda Indonesia (Persero), TBK dengan Metode Present value to EBITDAR Cash Flow dan Hidden Value*. Universitas Indonesia
- Magdalena, Maria. 2012. *Valuasi Saham Pada Industri Tambang Batubara Dengan Menggunakan Analisis Free Cash Flow To Equity, Abnormal Earning, dan Relative Valuation (Studi Kasus PT Bukit Asam Tbk)*. Universitas Indonesia.
- Marzuki, Machrus. 2013. *Kinerja Keuangan Sebelum dan Sesudah Akuisisi : Studi Pada PT. Bank CIMB Niaga*. Universitas Indonesia
- Novaliza, Putri. 2013. *Analisis Pengaruh Merger dan Akuisisi Terhadap Kinerja Perusahaan Publik di Indonesia (Periode 2004-2011)*. Universitas Indonesia
- Pramono, Sigit. 2014. *Mimpi Punya Bank Besar*. Jakarta: R&W Publishing.
- Pratama, Aditya. 2010. *Analisis Valuasi Harga Saham PT. Bank Negara Indonesia Dengan Metode Free Cash Flow to Equity dan Relative Valuation*. Universitas Indonesia.
- Putri, Christina. 2011. *Penilaian dan Analisis Struktur Tata Kelola Perusahaan Pada Akuisisi BUMN Farmasi Tbk di Indonesia*. Universitas Indonesia.
- Rosenbaum, Joshua. Pearl, Joshua. 2009. *Investment Banking*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Schweiger, David M. 2002. *M&A Integration*. New York: McGraw-Hill Companies Inc.
- Tjandra, Charlie. 2012. *Analisis Valuasi Harga*

Saham Menggunakan Metode Free Cash Flow to Equity dan Dividen Discount Model Studi Kasus PT Indocement Tunggal Prakarsa, Tbk. Universitas Indonesia

Zenner, Marc. Et al. 2009. *A Shifting Landscape for Synergies*. JP Morgan Securities Inc.

Informasi Lain

Bisnis.com. 5 Kriteria Qualified ASEAN Bank 18 Juli 2014. <http://goo.gl/YkVF94>

Bisnis.com. Bank Mandiri Targetkan Total Aset Tembus Rp.1000 Triliun. 3 Februari 2015. <http://goo.gl/WPu6cE>

CNN Indonesia. Bank BNI Mandiri Disarankan Beli Bank BTN. 13 Oktober 2014. <http://goo.gl/G8WNur>

Detik.com. Aset Bank Mandiri BNI Setelah Merger Belum Bisa Salip Bank Singapura. 6 Februari 2015. <http://goo.gl/ZiQTdf>

Koran Kontan. Raksasa Bank dari Malaysia akan Lahir. 12 Juli 2014. <http://goo.gl/>

[WA6HJa](http://goo.gl/WA6HJa)

Laporan Tahunan PT. Bank Mandiri Tbk.<http://goo.gl/1cZYBo>

Laporan Keuangan Audit PT. Bank Negara Indonesia Tbk. <http://goo.gl/l4NS1e>

Laporan Tahunan PT. Bank Tabungan Pensiunan Nasional Tbk.<http://goo.gl/VxTfNt>

MM IPB. Gandung MB-IPB. BTPN Wisuda Nasabah Mikro. 18 Desember 2014 <http://goo.gl/x7l9s0>

Sindonews.com. Perjanjian ABIF Modal Perbankan Indonesia di ASEAN. 5 Januari 2015.<http://goo.gl/YzIVF5>

Sindonews.com. BTPN Targetkan Jumlah Nasabah Naik 12% 22 April 2015.<http://goo.gl/rTJhpW>

SWA.co.id. Bank Mandiri Mulai Menerapkan Strategi Transformasi Ketiga. 5 Januari 2015. <http://goo.gl/7OJa9U>

Tempo.co Bank Mandiri Incar Posisi Terbaik di ASEAN. 13 Desember 2014. <http://goo.gl/tukNmj>

Lampiran 1. Faktor Pendukung dan Penghambat

FAKTOR PENDUKUNG		FAKTOR PENGHAMBAT	
1	Tren Arus Global (Arus barang, uang dan orang). Dengan meningkatnya	1	Tren Inflasi ASEAN tahun 2014
2	Alasan berekspansi ke ASEAN	2	Tren inflasi Indonesia
3	Tren ekspansi perbankan di ASEAN	3	Tren Nilai Tukar Rupiah terhadap dolar AS (rata-rata)
4	Tren Perkembangan Bursa ASEAN 2014	4	Tren Trankaksi Berjalan Indonesia (CA/GDP)
5	Tren Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)	5	Kebijakan Tingkat Suku Bunga (BI rate)
6	Tren Foreign Direct Investment (USD)	6	Adanya kasus cyber crime
7	Tren Aset Bank Domestik di Indonesia	7	Persaingan antar perusahaan dengan kemampuan/kapabilitas yang serupa
8	Tren PDB Negara ASEAN (dari total PDB ASEAN)	8	Konsumen dapat beralih merek dengan mudah
9	Tren PDB Nominal ASEAN	9	Tingginya penghalang (barriers) untuk meninggalkan pasar
10	Tren Produk Domestik Bruto (PDB) per kapita Indonesia atas dasar harga berlaku	10	Rendahnya penghalang untuk memasuki pasar
11	Tren Indeks Harga Konsumen di Indonesia	11	Tingginya biaya tetap diantara perusahaan yang bersaing
12	Tren Urbanisasi dan Konsumsi di ASEAN	12	Pesaing menjual produk/jasa yang mirip
13	Tren sektor perbankan	13	Perlunya background pendidikan yang terspesialisasi
14	Tren pertumbuhan perusahaan yang berkonsolidasi di Indonesia	14	Perlunya perijinan pemerintah untuk bank asing
15	Tren pertumbuhan jumlah kelas menengah di Indonesia	15	Perlunya kecanggihan teknologi dalam bertransaksi
16	Tren pertumbuhan jumlah penduduk Indonesia (jawa)	16	Perlunya modal yang besar
17	Tren nilai transaksi kartu kredit di Indonesia (Rp triliun)	17	Tekanan persaingan (dan) produk substitusi (Koperasi dan Pegadaian)
18	Tren pertumbuhan kredit UMKM pada Bank Umum di Indonesia (Rp Milliar)	18	Rendahnya harga relatif produk substitusi
19	Tren jumlah rekening bank di Indonesia	19	Rendahnya biaya beralih (oleh) konsumen
20	Kebijakan Mendorong Pengembangan UMKM	20	Kekuatan persaingan (dan) produk substitusi
21	Strategi Pembiayaan Infrastruktur RPJMN 2015-2019	21	Jika pelanggan dapat dengan biaya yang rendah beralih ke merek pesaing atau substitusi
22	Persiapan Menjelang MEA Perbankan Tahun 2020	22	Jika pelanggan (pengunjung/member) dianggap sangat penting bagi penjual
23	Tren Penggunaan Teknologi yang Revolusioner (mobile internet, data yang besar, hal-hal yang berhubungan dengan internet, pengetahuan kerja secara otomatis, dan teknologi yang canggih)	23	Jika penjual menghadapi kesulitan karena turunnya transaksi dari pelanggan'
24	Tren Tingkat Inklusi Keuangan di ASEAN (Kebijakan untuk memperluas akses keuangan bagi seluruh masyarakat)	24	Jika pelanggan memiliki info mengenai produk, harga dan biaya penjual (tingkat suku bunga bank)
25	Keamanan bertransaksi	25	Jika pelanggan memiliki keleluasaan dalam 'apakah' dan 'kapankah' mereka akan menggunakan produk tersebut
26	Luas jangkauan koneksi internet (Infrastruktur Negara)	26	Jika biaya beralih untuk investor' sangatlah tinggi
27	Rendahnya jumlah perusahaan yang bersaing		
28	Kuatnya loyalitas konsumen		
29	Kuatnya preferensi merek		
30	Jika jumlah investor sangatlah banyak		

Lampiran 2. Data Historis M&A Perbankan di Indonesia

Lampiran 2. Data Historis M&A Perbankan di Indonesia

HISTORIS M&A PERBANKAN DI INDONESIA							
No	Tanggal	Pengambil Alih	Modal Inti	Tier	Diambil Alih	Modal Inti	Tier
1	14 Maret 2011	PT Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk	36.673.110 juta (2010)	4	PT Bank Agroniaga, Tbk	278.286 ribuan (2010)	1
2	25 Februari 2014	PT Bank Tabungan Pensiunan Nasional. Tbk	9.907.865 juta (2013)	3	PT Bank Sahabat Purba Danarta	166,5 milliar (2013)	1
3	17 Maret 2014	PT Sumitomo Mitsui Banking Corporation	5.897.264 juta (2013)	3	PT Bank Tabungan Pensiunan Nasional, Tbk	9.907.865 juta (2013)	3
4	23 Januari 2015	PT Bank Woori Indonesia	2.278.624 juta (2014)	2	PT Bank Himpunan Saudara 1906 Tbk	577.820 juta (2014)	1

PERSYARATAN :	MODAL INTI
	< Rp 1 Triliun
	Rp 1 Triliun < / = Rp 5 Triliun
	Rp 5 Triliun < / = Rp 30 Triliun
	> Rp 30 Triliun

Lampiran 3. Data dan Asumsi Konsolidasi

Input Umum	Pertumbuhan Pendapatan						Pertumbuhan capital spending, depresiasi, working capital		
	Fase pertumbuhan tinggi (6 tahun)				Fase Transisi (5 tahun)	Fase Stabil	Fase pertumbuhan tinggi	Fase Transisi	Fase Stabil
	Historis	Outside	Fundamental	Hasil					
Data EPS : Rp 1.168, dividen per saham : Rp 308,38, capital spending per saham : Rp 205,04, depresiasi per saham : Rp 58,26, pendapatan per saham : Rp 2.997,54, working capital per share : Rp 11.146,94 perubahan working capital per saham : Rp 1.894,64, beta saham : 1,38 (beta saham bulanan sejak awal berdiri BMR), riskfree rate : 7% (ORI FRO059), dan risk premium : 9,05% (dari website Aswath Damodaran), working capital to revenue : 300% diturunkan karena nilai aslinya terlalu besar.	Rata-rata pertumbuhan industri perbankan selama 5 tahun terakhir : 20,29%. Asumsi pertumbuhan : 25%. Bobot perkiraan : 50%.	Asumsi : data pertumbuhan internal perusahaan tetap sedangkan data eksternal berubah. Data yang dibutuhkan: data net income tahun 2014, beban bunga tahun 2014, book value of debt tahun 2014 dan 2013, book value of equity tahun 2014 dan 2013, tarif pajak sebesar 20%. Hasil : return on capital, retention, debt to equity ratio dan interest rate. Nilai proyeksi pertumbuhan : 19,13%. Bobot perkiraan : 40%.	Hasil rata-rata proyeksi pertumbuhan : 21,63%.	Jangka waktu : 5 tahun. Beta disesuaikan secara bertahap hingga beta pada saat stabil.	Asumsi : tingkat pertumbuhan sama dengan pertumbuhan GDP yaitu 5,95%, ROE : 8,87% (dari situs Aswath Damodaran). Cost of equity : 13,79%. Beta : 0,75 karena jika lebih besar, hasil perhitungan semakin kecil.	Pertumbuhan capital spending : 15%, pertumbuhan depresiasi : 10%, Pertumbuhan pendapatan : 25% disesuaikan dengan rata-rata pertumbuhan pendapatan Bank BMRI selama 5 tahun terakhir.	Pertumbuhan capital spending : 7%, pertumbuhan depresiasi : 5%, Pertumbuhan pendapatan : 12%.	Pertumbuhan pendapatan : 6%	

Lampiran 4. Hasil FCFE Konsolidasi

		Inputs to the model	
General Inputs			
Current Earnings per share =	Rp	1,168.66	(in currency)
Current Dividends per share =	Rp	308.38	(in currency)
Current Capital Spending/sh =	Rp	206.04	(in currency)
Current Depreciation / share =	Rp	58.26	(in currency)
Current Revenues/ share =	Rp	2,997.54	
Working Capital/ share =	Rp	11,146.94	(in currency) 371.87%
Chg. Working Capital/share =	Rp	1,894.64	
Do you want to enter cost of equity directly?	<input type="text" value="No"/>		(Yes or No)
If yes, enter the cost of equity =	<input type="text"/>		(in percent)
<i>If no, enter the inputs to the cost of equity for the initial high growth stage</i>			
Beta of the stock =	<input type="text" value="1.38"/>		
Riskfree rate=	<input type="text" value="7.00%"/>		(in percent)
Risk Premium=	<input type="text" value="9.05%"/>		(in percent)
Earnings Inputs			
Growth Rate during the initial high growth phase			
Enter length of extraordinary growth period =	<input type="text" value="6"/>		(in years)
Do you want to use the historical growth rate?	<input type="text" value="Yes"/>		(Yes or No)
If yes, enter EPS from five years ago =	Rp	<input type="text" value="587.38"/>	(in currency)
Do you have an outside estimate of growth ?	<input type="text" value="Yes"/>		(Yes or No)
If yes, enter the estimated growth:	<input type="text" value="25.00%"/>		(in percent)
Do you want to calculate the growth rate from fundamentals?	<input type="text" value="Yes"/>		(Yes or No)
<i>If yes, enter the following inputs:</i>			
Net Income Currently =	Rp	<input type="text" value="23,351,711,000,000"/>	(in currency)
Interest Expense Currently =	Rp	<input type="text" value="25,660,781,000,000"/>	Last year (in currency)
Book Value of Debt =	Rp	<input type="text" value="757,769,524,000,000"/>	Rp <input type="text" value="655,185,975,000,000"/> (in currency)
Book Value of Equity =	Rp	<input type="text" value="116,905,096,000,000"/>	Rp <input type="text" value="98,698,461,000,000"/> (in currency)
Tax Rate on Income=	<input type="text" value="20.00%"/>		(in percent)
<i>The following will be the inputs to the fundamental growth formulation:</i>			
ROC =	<input type="text" value="5.82%"/>	D/E =	<input type="text" value="648.19%"/> (in percent)
Retention =	<input type="text" value="73.61%"/>	Interest Rate=	<input type="text" value="3.39%"/> (in percent)
Do you want to change any of these inputs for the high growth period?	<input type="text" value="No"/>		(Yes or No)
<i>If yes, specify the values for these inputs (Please enter all variables)</i>			
ROC =	<input type="text" value="25.00%"/>	D/E =	<input type="text" value="648.19%"/> (in percent)
Retention =	<input type="text" value="73.61%"/>	Interest Rate=	<input type="text" value="3.39%"/> (in percent)
Do you want to change any of these inputs for the stable growth period?	<input type="text" value="No"/>		(Yes or No)
<i>If yes, specify the values for these inputs</i>			
ROC =	<input type="text" value="5.00%"/>	D/E =	<input type="text" value="648.19%"/> (in percent)
		Interest Rate=	<input type="text" value="14.00%"/> (in percent)

Specify weights to be assigned to each of these growth rates:

Historical Growth Rate =	10.00%	(in percent)
Outside Prediction of Growth =	50.00%	(in percent)
Fundamental Estimate of Growth =	40.00%	(in percent)

Growth Rate during the transition period

Enter length of the transition period = (in years)

Do you want the beta to adjust gradually to stable beta? (Yes or No)

If no, enter the beta for the transition period =

Growth Rate during the stable phase

Enter growth rate in stable growth period? (in percent)

Will the beta change in the stable period? (Yes or No)

If yes, enter the beta for stable period =

Capital Spending, Depreciation & Working Capital

Do you want all these items to grow at the same rate as earnings? (Yes or No)

If not, enter the growth rates for each of the following items:

	Capital Spending	Depreciation	Revenues	
High Growth	15.00%	10.00%	25.00%	(in percent)
Transition period	7.00%	5.00%	12.00%	(in percent)
Stable Growth	Do not enter	Do not enter	6.00%	(in percent)

Do you want to keep the current fraction of working capital to revenues? (Yes or No)

If no, specify working capital as a percent of revenues: (in percent)

Do you want to use the current debt ratio as your desired mix? (Yes or No)

If no, enter the following inputs for financing mix,

Desired debt financing proportion - Capital Spending (in percent)

Desired debt financing proportion - Working Capital (in percent)

Stable Growth Inputs for Capital Expenditures and Depreciation

Is capital spending to be offset by depreciation in stable period? (Yes or No)

Do you want to compute your reinvestment rate from fundamentals?

Return on equity in stable growth period

If no, enter capital expenditures as % of depreciation in steady state: (in percent: > 100%)

Output from the program

Initial High Growth Phase

Cost of Equity =	19.52%
Current Earnings per share =	Rp 1,168.66

Proportion of Debt: Capital Spending (DR)=	86.63%
Proportion of Debt: Working Capital (DR)=	86.63%

Current Earnings per share =	Rp 1,168.66
(Capital Spending - Depreciation)*(1-DR)	Rp 19.75
Change in Working Capital * (1-DR)	Rp 253.23
Current FCFE	Rp 895.68

Growth Rate in Earnings per share - Initial High Growth phase

	Growth Rate	Weight
Historical Growth =	14.75%	10.00%
Outside Estimates =	25.00%	30.00%
Fundamental Growth =	19.13%	40.00%
Weighted Average	21.63%	

Growth Rate in capital spending, depreciation and working capital

	High Growth	Transition period	Stable Growth
Growth rate in capital spending =	15.00%	7.00%	Do not enter
Growth rate in depreciation =	10.00%	5.00%	Do not enter
Growth rate in revenues =	25.00%	12.00%	6.00%

Working Capital as percent of revenues = 300.00% (in percent)

The dividends for the high growth phase are shown below (upto 10 years)

Year	1	2	3	4	5	6
Earnings	Rp 1,421.41	Rp 1,728.83	Rp 2,102.73	Rp 2,557.49	Rp 3,110.61	\$3,783.36
(CapEx-Depreciation)*(1-DR)	Rp 23.10	Rp 27.00	Rp 31.52	Rp 36.76	Rp 42.85	\$49.90
Chg. Working Capital *(1-DR)	Rp 300.48	Rp 375.60	Rp 469.50	Rp 586.87	Rp 733.59	\$916.99
FCFE	Rp 1,097.83	Rp 1,326.23	Rp 1,601.71	Rp 1,933.86	Rp 2,334.17	\$2,816.47
Present Value	Rp 918.55	Rp 928.44	Rp 938.18	Rp 947.75	Rp 957.12	\$966.29

Transition period (upto ten years)

Year	7	8	9	10	11
Growth Rate	18.30%	14.98%	11.65%	8.33%	5.00%
Cumulated Growth	18.30%	36.02%	51.87%	64.51%	72.74%
Earnings	Rp 4,475.79	Rp 5,146.10	Rp 5,745.67	Rp 6,224.02	Rp 6,535.23
(CapEx-Depreciation)*(1-DR)	Rp 53.67	Rp 57.72	Rp 62.06	Rp 66.73	Rp 71.73
Chg. Working Capital *(1-DR)	Rp 550.19	Rp 616.22	Rp 690.16	Rp 772.98	Rp 865.74
FCFE	Rp 3,871.92	Rp 4,472.16	Rp 4,993.44	Rp 5,384.32	Rp 5,597.75
Beta	1.256556069	1.129917051	1.003278034	0.876639017	0.75
Cost of Equity	18.37%	17.23%	16.08%	14.93%	13.79%
Present Value	Rp 1,122.22	Rp 1,105.73	Rp 1,063.59	Rp 997.83	Rp 911.69

End-of-Life Index

1

Stable Growth Phase

Growth Rate in Stable Phase =	5.00%
FCFE in terminal year =	Rp 2,993.90
Cost of Equity in Stable Phase =	13.79%
Price at the end of growth phase =	Rp 34,069.98

Present Value of FCFE in high growth phase =	Rp 5,656.32
Present Value of FCFE in transition phase =	Rp 5,201.07
Present Value of Terminal Price =	Rp 5,548.87
Value of the stock =	Rp 16,406.26

Lampiran 5. Simulasi Nilai Sinergi dan Nilai Biaya

BIAYA	
Biaya premi	Rp 2,393,844,733,680
Biaya Pesangon untuk karyawan PHK	Rp 182,080,000,000
Fee transaksi (2%) dari nilai beli	Rp 135,175,619,048
Gaji karyawan selama proses akuisisi	Rp 86,624,000,000
TOTAL	Rp 2,797,724,352,728
INVESTASI	
Biaya <i>branchless banking</i>	Rp 9,036,400,000
Biaya produk baru	Rp 50,000,000,000
Biaya <i>research and development</i>	Rp 1,000,000,000
Biaya training untuk pengenalan budaya dan peraturan baru	Rp 100,000,000,000
TOTAL	Rp 160,036,400,000
PENDAPATAN	
Jaminan kredit UMKM	Rp 8,480,190,000,000
Fee transaksi ke luar negeri	Rp 130,041,875,000
Penjualan aset / kantor cabang	Rp 647,900,000,000
Penambahan ATM dari BTPN	Rp 6,580,000,000
Pendapatan lainnya (penyatuan ATM)	Rp 850,000,000,000
TOTAL	Rp 10,114,711,875,000
NET INCOME TOTAL SINERGI	Rp 7,156,951,122,272

Lampiran 6. Data dan Asumsi Konsolidasi dan Sinergi

Free Cash Flow To Equity - Three Stage Model	Input Umum	Pertumbuhan Pendapatan			Pertumbuhan capital spending, depresiasi, working capita		
		Fase pertumbuhan tinggi (6 tahun)		Fase Transisi (5 tahun)	Fase Stabil	Fase Transisi	Fase Stabil
		Historis	Outside				
<p>Data EPS : Rp 1.168, dividen per saham : Rp 308,38, capital spending per saham : Rp 206,04, depresiasi per saham : Rp 60,01, pendapatan per saham : Rp 2.997,54, working capital per share : Rp 11.146,94, perubahan working capital per saham : Rp 1.894,64, beta saham : 1,38 (beta saham bulanan sejak awal berdiri BMR), riskfree rate : 7% (ORI FR0059), dan risk premium : 9,05% (dari website Aswath Damodaran). working capital to revenue : 300% diturunkan karena nilai aslinya terlalu besar.</p>	<p>Rata-rata pertumbuhan industri perbankan selama 5 tahun 2014, book value of debt tahun 2014 dan 2013, book value of equity tahun 2014 dan 2013, tarif pajak sebesar 20%, Hasil : return on capital, retention, debt to equity ratio dan interest rate. Nilai proyeksi pertumbuhan : 24,81%, Bobot perkiraan : 40%.</p>	<p>Asumsi : data pertumbuhan internal perusahaan tetap sedangkan data eksternal berubah. Data yang dibutuhkan: data net income tahun 2014, beban bunga tahun 2014, book value of debt tahun 2014 dan 2013, book value of equity tahun 2014 dan 2013, tarif pajak sebesar 20%, Hasil : return on capital, retention, debt to equity ratio dan interest rate. Nilai proyeksi pertumbuhan : 24,81%, Bobot perkiraan : 40%.</p>	<p>Hasil rata-rata proyeksi pertumbuhan : 23,90%.</p>	<p>Jangka waktu : 5 tahun. Beta disesuaikan secara bertahap hingga beta pada saat stabil.</p>	<p>Asumsi : tingkat pertumbuhan sama dengan pertumbuhan GDP yaitu 5%, ROE : 8,87% (dan situs Aswath Damodaran). Cost of equity : 13,79%. Beta : 0,75 karena jika lebih besar, hasil perhitungan semakin kecil.</p>	<p>Pertumbuhan capital spending : 35%, pertumbuhan depresiasi : 10%, Pertumbuhan pendapatan : 25% disesuaikan dengan rata-rata pertumbuhan pendapatan Bank BMR selama 5 tahun terakhir.</p>	<p>Pertumbuhan capital spending, depresiasi, working capita</p>

Lampiran 7. Hasil FCFE Konsolidasi dan Sinergi

General Inputs		Inputs to the model	
Current Earnings per share =	Rp 1,168.66		(in currency)
Current Dividends per share =	Rp 308.38		(in currency)
Current Capital Spending/sh =	Rp 206.04		(in currency)
Current Depreciation / share =	Rp 60.01		(in currency)
Current Revenues/ share =	Rp 2,997.54		
Working Capital/ share =	Rp 11,146.94		(in currency)
Chg. Working Capital/share =	Rp 1,894.64		
Do you want to enter cost of equity directly?	<input type="text" value="No"/>		(Yes or No)
If yes, enter the cost of equity =	<input type="text"/>		(in percent)
<i>If no, enter the inputs to the cost of equity for the initial high growth stage</i>			
Beta of the stock =	<input type="text" value="1.38"/>		
Riskfree rate=	<input type="text" value="7.00%"/>		(in percent)
Risk Premium=	<input type="text" value="9.05%"/>		(in percent)
Earnings Inputs			
Growth Rate during the initial high growth phase			
Enter length of extraordinary growth period =	<input type="text" value="6"/>		(in years)
Do you want to use the historical growth rate?	<input type="text" value="Yes"/>		(Yes or No)
If yes, enter EPS from five years ago =	Rp 587.38		(in currency)
Do you have an outside estimate of growth ?	<input type="text" value="Yes"/>		(Yes or No)
If yes, enter the estimated growth:	<input type="text" value="25.00%"/>		(in percent)
Do you want to calculate the growth rate from fundamentals?	<input type="text" value="Yes"/>		(Yes or No)
<i>If yes, enter the following inputs:</i>			
Net Income Currenty =	Rp 30,508,662,122,272		(in currency)
Interest Expense Currenty =	Rp 25,660,781,000,000	Last year	(in currency)
Book Value of Debt =	Rp 757,769,524,000,000	Rp 655,185,975,000,000	(in currency)
Book Value of Equity =	Rp 116,905,096,000,000	Rp 98,698,461,000,000	(in currency)
Tax Rate on Income=	<input type="text" value="20.00%"/>		(in percent)
<i>The following will be the inputs to the fundamental growth fomulation:</i>			
ROC =	<input type="text" value="6.77%"/>	D/E =	<input type="text" value="648.19%"/> (in percent)
Retention =	<input type="text" value="73.61%"/>	Interest Rate=	<input type="text" value="3.39%"/> (in percent)
Do you want to change any of these inputs for the high growth period?	<input type="text" value="No"/>		(Yes or No)
<i>If yes, specify the values for these inputs (Please enter all variables)</i>			
ROC =	<input type="text" value="25.00%"/>	D/E =	<input type="text" value="648.19%"/> (in percent)
Retention =	<input type="text" value="73.61%"/>	Interest Rate=	<input type="text" value="3.39%"/> (in percent)
Do you want to change any of these inputs for the stable growth period?	<input type="text" value="No"/>		(Yes or No)
<i>If yes, specify the values for these inputs</i>			
ROC =	<input type="text" value="5.00%"/>	D/E =	<input type="text" value="648.19%"/> (in percent)
		Interest Rate=	<input type="text" value="14.00%"/> (in percent)

Specify weights to be assigned to each of these growth rates:

Historical Growth Rate =	10.00%	(in percent)
Outside Prediction of Growth =	50.00%	(in percent)
Fundamental Estimate of Growth =	40.00%	(in percent)

Growth Rate during the transition period

Enter length of the transition period = (in years)

Do you want the beta to adjust gradually to stable beta? (Yes or No)

If no, enter the beta for the transition period =

Growth Rate during the stable phase

Enter growth rate in stable growth period? (in percent)

Will the beta change in the stable period? (Yes or No)

If yes, enter the beta for stable period =

Capital Spending, Depreciation & Working Capital

Do you want all these items to grow at the same rate as earnings? (Yes or No)

If not, enter the growth rates for each of the following items:

	Capital Spending	Depreciation	Revenues	
High Growth	35.00%	10.00%	25.00%	(in percent)
Transition period	7.00%	5.00%	12.00%	(in percent)
Stable Growth	Do not enter	Do not enter	6.00%	(in percent)

Do you want to keep the current fraction of working capital to revenues? (Yes or No)

If no, specify working capital as a percent of revenues: (in percent)

Do you want to use the current debt ratio as your desired mix? (Yes or No)

If no, enter the following inputs for financing mix,

Desired debt financing proportion - Capital Spending (in percent)

Desired debt financing proportion - Working Capital (in percent)

Stable Growth Inputs for Capital Expenditures and Depreciation

Is capital spending to be offset by depreciation in stable period? (Yes or No)

Do you want to compute your reinvestment rate from fundamentals?

Return on equity in stable growth period

If no, enter capital expenditures as % of depreciation in steady state: (in percent > 100%)

Output from the program

Initial High Growth Phase

Cost of Equity =	19.52%
Current Earnings per share =	Rp 1,168.66
Proportion of Debt: Capital Spending (DR) =	86.63%
Proportion of Debt: Working Capital (DR) =	86.63%
Current Earnings per share =	Rp 1,168.66
(Capital Spending - Depreciation)*(1-DR)	Rp 19.52
Change in Working Capital * (1-DR)	Rp 253.23
Current FCFE	Rp 895.91

Growth Rate in Earnings per share - Initial High Growth phase

	Growth Rate	Weight
Historical Growth =	14.75%	10.00%
Outside Estimates =	25.00%	50.00%
Fundamental Growth =	24.36%	40.00%
Weighted Average	23.72%	

Growth Rate in capital spending, depreciation and working capital

	High Growth	Transition period	Stable Growth
Growth rate in capital spending =	35.00%	7.00%	Do not enter
Growth rate in depreciation =	10.00%	5.00%	Do not enter
Growth rate in revenues =	25.00%	12.00%	6.00%

Working Capital as percent of revenues = 300.00% (in percent)

The dividends for the high growth phase are shown below (upto 10 years)

Year	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Earnings	Rp 1,445.85	Rp 1,788.79	Rp 2,213.07	Rp 2,737.99	Rp 3,387.41	\$4,190.87
(CapEx-Depreciation)*(1-DR)	Rp 28.35	Rp 40.48	Rp 57.08	Rp 79.73	Rp 110.57	\$152.49
Chg. Working Capital *(1-DR)	Rp 300.48	Rp 375.60	Rp 469.50	Rp 586.87	Rp 733.59	\$916.99
FCFE	Rp 1,117.02	Rp 1,372.71	Rp 1,686.50	Rp 2,071.39	Rp 2,543.26	\$3,121.39
Present Value	Rp 934.60	Rp 960.98	Rp 987.84	Rp 1,015.15	Rp 1,042.86	\$1,070.90

Transition period (upto ten years)

Year	2021	2022	2023	2024	2025
Growth Rate	19.98%	16.23%	12.49%	8.74%	5.00%
Cumulated Growth	19.98%	39.45%	56.86%	70.58%	78.11%
Earnings	Rp 5,028.00	Rp 5,844.11	Rp 6,573.89	Rp 7,148.70	Rp 7,506.13
(CapEx-Depreciation)*(1-DR)	Rp 163.45	Rp 175.19	Rp 187.77	Rp 201.24	Rp 215.67
Chg. Working Capital *(1-DR)	Rp 550.19	Rp 616.22	Rp 690.16	Rp 772.98	Rp 865.74
FCFE	Rp 4,314.35	Rp 5,052.70	Rp 5,695.96	Rp 6,174.48	Rp 6,424.72
Beta	1.256556069	1.129917051	1.003278034	0.876639017	0.75
Cost of Equity	18.37%	17.23%	16.08%	14.93%	13.79%
Present Value	Rp 1,250.46	Rp 1,249.26	Rp 1,213.23	Rp 1,144.27	Rp 1,046.37

End-of-Life Index.

1

Stable Growth Phase

Growth Rate in Stable Phase =	5.00%
FCFE in terminal year =	Rp 3,438.69
Cost of Equity in Stable Phase =	13.79%
Price at the end of growth phase =	Rp 39,131.60

Present Value of FCFE in high growth phase =	Rp 6,012.33
Present Value of FCFE in transition phase =	Rp 5,903.59
Present Value of Terminal Price =	Rp 6,373.24
Value of the stock =	Rp 18,289.17