PKN Jurnal Pajak dan Keuangan Negara

ANALISIS PERBANDINGAN NILAI ENTITAS, KINERJA KEUANGAN DAN *POTTER FIVE FORCES ANALYSIS* PERUSAHAAN PENGAKUISISI SEBELUM DAN SESUDAH AKUISISI: STUDI KASUS AKUISISI PT HOLCIM INDONESIA TBK OLEH PT SEMEN INDONESIA (PERSERO) TBK

Ferry Irawan
Politeknik Keuangan Negara STAN

Silsilia Sindy Dwijayanti
Politeknik Keuangan Negara STAN

Alamat Korespondensi: ferry.irawan@pknstan.ac.id

INFORMASI ARTIKEL

Diterima Pertama
[24 Agustus 2020]

Dinyatakan Diterima
[28 September 2020]

KATA KUNCI:
[performance measurement, firm expansion, value, corporate finance, corporate investment].
[Pengukuran kinerja, ekspansi perusahaan, nilai, keuangan perusahaan, investasi perusahaan]

KLASIFIKASI JEL:
[L25, D46, G3].

ABSTRAK

This research aims to explain changes in profitability and financial performance, and compare entity values of PT Semen Indonesia (Persero) Tbk before and after the acquisition of PT Holcim Indonesia Tbk. The profitability was measured by profitability ratio in the form of gross profit margin, operating profit margin, net profit margin, EBITDA margin, return on equity, and return on assets. The financial performance was measured by liquidity ratio (current ratio), solvability ratio (liabilities to assets, liabilities to capital, and liabilities to equity), activity ratio (account receivable turnover, account receivable collection period, inventory turnover, and fixed assets turnover), and profitability ratio (gross profit margin, operating profit margin, net profit margin, EBITDA margin, return on equity, and return on assets). The entity value was determined by approaches in business valuation in the form of income approach with discounted cash flow method and market-based approach with guideline company method. This research used literature review as its research method with some data from www.idx.co.id, Bloomberg, and Damodaran. This research concluded that generally there was some decline in the profitability and financial performance of PT Semen Indonesia (Persero) Tbk, but there was increase in its entity value at the same time.

Penelitian ini bertujuan untuk menjelaskan perubahan profitabilitas dan kinerja keuangan, serta membandingkan nilai entitas PT Semen Indonesia (Persero) Tbk sebelum dan setelah akuisisi PT Holcim Indonesia Tbk selesai dilaksanakan. Profitabilitas perusahaan diukur menggunakan rasio profitabilitas berupa marjin laba bruto, marjin laba usaha, marjin laba bersih, marjin EBITDA, *return on equity*, dan *return on assets*. Kinerja keuangan perusahaan diukur menggunakan rasio likuiditas (rasio lancar), rasio solvabilitas (liabilitas terhadap aset, liabilitas terhadap kapital, dan liabilitas terhadap ekuitas), rasio aktivitas (perputaran piutang, periode pengumpulan piutang, perputaran persediaan, dan perputaran aktiva tetap), serta rasio profitabilitas (marjin laba bruto, marjin laba usaha, marjin laba bersih, marjin EBITDA, *Return on Equity*, dan *Return on Assets*). Metode penelitian yang digunakan yaitu metode studi pustaka dengan data yang berasal dari www.idx.co.id, Bloomberg, dan Damodaran. Kesimpulan dari penelitian ini adalah secara umum terjadi penurunan profitabilitas dan kinerja keuangan perusahaan, namun terjadi kenaikan nilai entitas perusahaan di saat yang bersamaan.

Jurnal Pajak dan Keuangan Negara Vol. II, No.1, (2020), Hal.63-77

1. PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Menurut Undang-Undang Nomor 25 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas, Perseroan Terbatas adalah "…badan hukum yang merupakan persekutuan modal, didirikan berdasarkan perjanjian, melakukan kegiatan usaha dengan modal dasar yang seluruhnya terbagi dalam saham…" Dalam Perseroan Terbatas, saham merupakan tanda bahwa seseorang atau suatu badan turut memiliki Perseroan Terbatas tersebut. Jenis dan jumlah saham yang dimiliki oleh seorang pemegang saham menentukan seberapa besar pengaruh yang dapat diberikan oleh pemegang saham tersebut terhadap kebijakan yang diambil oleh Perseroan Terbatas. Arah dari kebijakan-kebijakan perusahaan tersebut pada umumnya adalah ditujukan untuk pengembangan perusahaan melalui peningkatan kinerja perusahaan maupun nilai perusahaan (Sudiyatno, 2010).

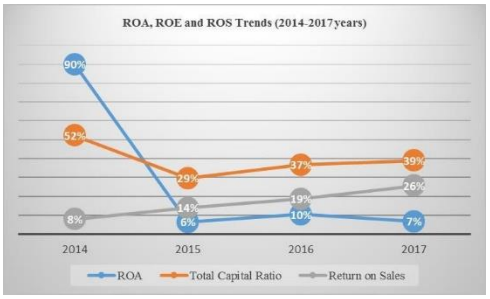
Perseroan Terbatas melibatkan banyak pemegang kepentingan dalam aktivitas usahanya, beberapa di antaranya adalah pemegang saham dan manajer. Sebagai pemilik perusahaan, pemegang saham berharap Perseroan Terbatas dapat memberikan *cash dividend* untuk meningkatkan kesejahteraan mereka. Pembagian *cash dividend* yang rutin merupakan salah satu sinyal positif bagi investor untuk mulai berinvestasi pada suatu Perseroan Terbatas karena pembagian *cash dividend* yang rutin menandakan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba secara terus-menerus. Sebagai pihak yang dipercaya untuk mengelola perusahaan, manajer memegang tanggung jawab untuk mewujudkan harapan investor tersebut.

Manajer perusahaan menerapkan berbagai macam strategi dan kebijakan dalam rangka menjalankan tugas dan kewajibannya, akuisisi perusahaan lain merupakan salah satunya. Akuisisi terjadi ketika perusahaan pengakuisisi membeli perusahaan yang diakuisisi. Pembelian ini dapat dilakukan terhadap saham atau aset (kekayaan) perusahaan. Akuisisi saham merupakan pengambil-alihan atau pembelian saham suatu perusahaan dengan menggunakan kas, saham atau sekuritas lain. Akuisisi saham biasanya melalui tahap penawaran (*tender offer*) oleh perusahaan penawar (*bidder firm*) kepada para pemegang saham perusahaan target. Akuisisi ini tidak membutuhkan persetujuan pihak manajemen dan dapat dilakukan meskipun pihak manajemen tidak menyetujui pembelian saham perusahaan. Oleh karena itu akuisisi ini disebut bentuk pengambilalihan yang tidak bersahabat (*hostile takeover*). Sedangkan akuisisi aset dilakukan dengan cara membekukan sebagian aset perusahaan target oleh perusahaan pengakuisisi. Akuisisi jenis ini membutuhkan suara pemegang saham perusahaan target untuk menyetujui pengambil-alihan perusahaan tersebut (Rahmawati & Tandelilin, dikutip dalam Wiriastari, 2010).

PT Semen Indonesia (Persero) Tbk melakukan akuisisi saham terhadap 80,6% kepemilikan saham PT Holcim Indonesia Tbk pada bulan November 2018 dalam rangka mempertahankan posisinya sebagai *market leader* industri semen Indonesia. Sebagai salah satu strategi usaha yang dipilih oleh Direksi PT Semen Indonesia (Persero) Tbk, akuisisi ini tentunya diharapkan dapat memberikan pengaruh yang positif bagi perkembangan kedua perusahaan. Perubahan nilai entitas perusahaan pengakuisisi sebelum dan setelah akuisisi ini terjadi dapat menjadi salah satu faktor yang dapat digunakan untuk melihat apakah akuisisi tersebut memberikan dampak positif atau negatif bagi perusahaan. Hal ini dapat terjadi karena nilai sangat erat kaitannya dengan manfaat ekonomi/keuntungan atas kepemilikan aset, kepantasan harga secara moneter, harga yang dibayarkan atas suatu aset, kegunaan atau kepentingan tertentu, dan kemampuan untuk menukar dengan barang atau jasa lainnya. Secara sederhana, nilai dapat dirangkum sebagai manfaat, kegunaan, atau utilitas dari kepemilikan suatu barang, jasa, atau objek lainnya, baik yang dapat diukur maupun tidak dapat diukur dengan uang (Djaja, 2018) sehingga dapat disimpulkan bahwa perubahan nilai entitas perusahaan pengakuisisi menunjukkan perubahan manfaat, kegunaan, atau utilitas kepemilikan perusahaan perusahaan tersebut apabila ditinjau dari sudut pandang pemegang saham.

Pachulia (2018) dalam jurnalnya yang berjudul "*Impact of Mergers and Acquisitions on Corporate Performance: a Case Study of Silknet Company*" melakukan penelitian terhadap strategi *merger* dan akuisisi yang dilakukan oleh JSC Silknet. Penelitian tersebut menunjukkan tren kinerja keuangan perusahaan berdasarkan pengembalian ekuitas (*Return on Equity*), pengembalian aset (*Return on Assets*), dan pengembalian penjualan (*Return on Sales*). Perubahan kinerja keuangan JSC Silknet dari tahun 2014 sampai dengan tahun 2017 adalah sebagai berikut.

Gambar 1. Tren Kinerja Keuangan JSC Silknet 2014 – 2017



Sumber: Pachulia, 2018

Berdasarkan data tersebut, Pachulia (2018:5) berpendapat bahwa dengan melakukan *merger* dan akuisisi, JSC Silknet memperoleh keunggulan kompetitif dibandingkan pesaingnya, membuat pasar oligopoli, dan bahkan diperkirakan dapat

memonopoli pasar di masa depan. Penelitian tersebut menyimpulkan bahwa pengembalian ekuitas, pengembalian aset, dan pengembalian penjualan perusahaan terus meningkat setiap tahunnya. Strategi *merger* dan akuisisi dipandang dapat membantu perusahaan untuk mendapatkan keuntungan finansial karena perusahaan mendapatkan cadangan uang tunai dan pendapatan tambahan, melakukan investasi, dan menemukan peluang baru.

Penulis melakukan penelitian untuk mengetahui perubahan nilai entitas dan kinerja keuangan PT Semen Indonesia (Persero) Tbk sebelum dan setelah akuisisi saham yang dilakukannya terhadap PT Holcim Indonesia Tbk. Nilai ini akan menjadi dasar analisis dampak akuisisi tersebut terhadap PT Semen Indonesia (Persero) Tbk sebagai perusahaan pengakuisisi.

2. KERANGKA TEORI

2.1 Akuisisi

Menurut Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas, akuisisi atau pengambilalihan merupakan "…perbuatan hukum yang dilakukan oleh badan hukum atau orang perseorangan untuk mengambil alih saham Perseroan yang mengakibatkan beralihnya pengendalian atas Perseroan tersebut." Krishnamurti dan Vishwanath S.R. (2008:1) dalam buku *Merger*s, *Acquisitions, and Corporate Restructuring* menjelaskan bahwa akuisisi adalah pembelian sebagian besar aset atau sekuritas suatu perusahaan (perusahaan target) oleh perusahaan lain (pengakuisisi). Pembelian tersebut dapat berupa suatu bagian dari perusahaan target atau sebagian besar atau seluruh saham dengan hak suara dari perusahaan target. Sherman & Hart (2006:11) mendefinisikan akuisisi sebagai pembelian sebuah aset perusahaan, misalnya pabrik, sebagian atau bahkan seluruh perusahaan. Jadi, dapat disimpulkan bahwa akuisisi merupakan pembelian sebagian atau seluruh bagian aset dan/atau saham suatu perusahaan yang dilakukan untuk mengambil alih pengendalian atas perusahaan tersebut.

Terdapat beberapa alasan mengapa perusahaan pengakuisisi dan target akuisisi berminat melakukan akuisisi. Menurut Sherman & Hart (2006:16) motivasi akuisisi bagi perusahaan target adalah sebagai berikut:

- Kepemilikan mendekati masa pensiun atau siap untuk keluar;
- Ketidakmampuan untuk bersaing sebagai masalah perusahaan independen;
- Kebutuhan atau keinginan untuk menghemat biaya melalui skala ekonomi; dan
- Akses terhadap sumber daya yang lebih besar dari perusahaan pengakuisisi.

Sedangkan, motivasi akuisisi bagi perusahaan pengakuisisi adalah sebagai berikut:

- Peningkatan pendapatan;
- Pengurangan biaya;
- Sinergi operasional atau skala ekonomi vertikal dan/atau horizontal;
- Tekanan pertumbuhan dari investor;
- Sumber daya yang kurang dimanfaatkan;
- Keinginan untuk mengurangi jumlah pesaing (meningkatkan pangsa pasar dan mengurangi persaingan harga);
- Kebutuhan untuk mendapatkan pijakan di pasar geografis baru (khususnya jika pasar saat ini sedang jenuh); dan
- Keinginan untuk melakukan diversifikasi ke produk dan layanan baru.

Akuisisi merupakan sebuah bagian integral dari strategi korporasi. Akuisisi berpotensi menciptakan nilai melalui beberapa mekanisme, misalnya meningkatkan kekuatan pasar, skala dan ruang lingkup ekonomi, meningkatkan basis pengetahuan, dan saling melengkapi aksesibilitas aset (Anand & Lee: 2016). Nilai tersebut juga dapat diperoleh dari penggunaan aset perusahaan target dengan lebih baik yang kemudian diharapkan dapat menaikkan harga saham perusahaan. Hal ini menjadikan akuisisi sebagai sarana penting bagi manajer untuk menumbuhkan bisnis atau memasuki lini bisnis baru.

Manajemen yang berbasis nilai mengasumsikan bahwa penciptaan nilai harus menjadi pertimbangan utama dalam pengambilan keputusan manajerial. Dalam rangka membuat keputusan akuisisi yang tepat, pengakuisisi harus mengetahui hal apa saja yang dapat menciptakan nilai dan mengapa, serta menerjemahkan pengetahuan itu untuk mengukut potensi penciptaan nilai dari suatu akuisisi. Nilai tercipta ketika *Net Present Value (NPV)* dari penerapan suatu strategi bernilai positif (Krishnamurti & Vishwanath S.R.,2008:56).

2.2. Penilaian Bisnis

2.2.1 Gambaran Umum Penilaian Bisnis

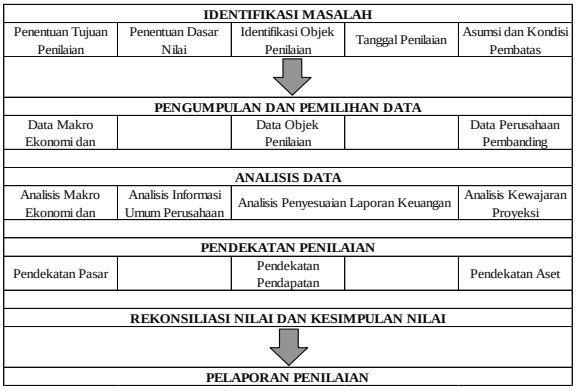
Penilaian bisnis merupakan salah satu praktik dari ilmu penilaian. Dalam pengertian yang paling sederhana, teori yang melingkupi nilai dari kepentingan bisnis bergantung pada manfaat masa depan yang akan didapatkan oleh pemilik bisnis tersebut. Nilai dari kepentingan bisnis bergantung pada estimasi manfaat masa depan dan tingkat pengembalian yang diperlukan yang mendiskontokan kembali manfaat masa depan ke nilai saat ini, pada tanggal penilaian (Pratt & Niculita, 2008:56). Menurut Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 68/PJOK.04/2017 tentang Penilai yang Melakukan Kegiatan di Pasar Modal, kegiatan penilaian bisnis yaitu:

- Penilaian perusahaan dan/atau badan usaha;
- Penilaian penyertaan dalam perusahaan;
- Penilaian instrumen keuangan;
- Penilaian aset takberwujud;
- Pemberian pendapat kewajaran atas transaksi;
- Penyusunan studi kelayakan proyek dan usaha;

- Penilaian keuntungan/kerugian ekonomis yang diakibatkan oleh suatu kegiatan atau suatu peristiwa tertentu; dan
- Penilaian bisnis lainnya.

Penilaian bisnis dapat dilakukan terhadap entitas bisnis suatu perusahaan secara utuh atau hanya terhadap sebagian atau beberapa bagian dari bisnis perusahaan tersebut, misalnya penilaian terhadap aset tak berwujud suatu perusahaan, nilai pasar saham suatu perusahaan, kewajaran nilai transaksi suatu peristiwa akuisisi, dan lain sebagainya. Proses penilaian bisnis memiliki alur sebagai berikut.

Gambar 2. Alur Proses Penilaian Bisnis



Sumber: SE DJP Nomor SE-54/PJ/2016, diolah

2.2.2 Pendekatan dan Metode Penilaian Bisnis

Menurut Nurhayati (2009) terdapat tiga pendekatan yang sering digunakan oleh praktisi penilai perusahaan. Selain itu, Surat Edaran Direktorat Jenderal Pajak Nomor SE-54/PJ/2016 mengatur Pendekatan Penilaian sebagai suatu cara untuk memperkirakan Nilai dengan menggunakan satu atau lebih metode penilaian. Metode Penilaian adalah suatu cara atau rangkaian cara tertentu dalam melakukan penilaian bisnis. tiga pendekatan penilaian bisnis tersebut yaitu:

- Pendekatan Pasar (*Market-based Approach*)

Pendekatan Pasar adalah pendekatan penilaian dengan cara membandingkan Objek Penilaian dengan objek lain yang sebanding dan sejenis serta telah memiliki harga jual. Metode yang digunakan dalam Pendekatan Pasar adalah sebagai berikut:

a) Metode Pembanding Perusahaan Tercatat di Bursa Efek (*Guideline Publicly Traded Company Method*);
b) Metode Pembanding Perusahaan *Merger* dan Akuisisi (*Guideline Merged and Acquired Company Method*); atau
c) Metode Transaksi Sebelumnya (*Prior Transactions Method*).

Metode Pendekatan Data Pasar yang digunakan dalam jurnal ini adalah Metode Pembanding Perusahaan *Merger* dan Akuisisi (Guideline Merged and Acquired Company Method). Metode ini menggunakan perusahaan yang tercatat di bursa efek dan sahamnya aktif ditransaksikan sebagai perusahaan pembanding. Indikasi nilai diperoleh dengan memberikan bobot terhadap basis penilaian perusahaan pembanding sesuai dengan kemiripan perusahaan pembanding dengan objek penilaian.

- Pendekatan Aset (*Asset-based Approach*)

Pendekatan Aset adalah pendekatan penilaian berdasarkan laporan keuangan historis Objek Penilaian yang telah diaudit, dengan cara menyesuaikan seluruh aset dan kewajiban menjadi Nilai Pasar sesuai dengan Premis Nilai yang digunakan dalam penilaian bisnis. Pendekatan aset dapat digunakan untuk memperoleh Nilai Pasar dari suatu perusahaan, modal diinvestasikan, struktur permodalan (capital structure), dan/atau aset bersih perusahaan (ekuitas). Metode yang digunakan dalam Pendekatan Aset adalah sebagai berikut:

a) Metode Penyesuaian Aset Bersih (PAB)

Metode Penyesuaian Aset Bersih dilakukan dengan mengidentifikasi aset takberwujud secara individual dan digunakan untuk menilai ekuitas suatu perusahaan yang nilai perusahaannya sangat bergantung pada nilai aset tetap, seperti perusahaan real estat; ekuitas dari *Holding Company*, perusahaan yang memiliki riwayat pendapatan negatif, perusahaan yang memiliki pendapatan fluktuatif, atau perusahaan yang diragukan kemampuannya untuk melanjutkan operasi, seperti perusahaan yang baru berdiri (*start up company*) atau perusahaan yang berada dalam kesulitan untuk memperoleh pendapatan (*trouble company*); perusahaan yang memiliki dan/atau menguasai aset berwujud dalam jumlah yang signifikan; perusahaan yang memiliki tenaga kerja yang memberikan nilai tambah relatif kecil terhadap barang dan jasa yang dihasilkan perusahaan; atau perusahaan yang memiliki aset takberwujud dalam jumlah yang tidak signifikan.

b) Metode Kapitalisasi Kelebihan Pendapatan (KKP)/*Excess Earning Method* (EEM)

Metode Kapitalisasi Kelebihan Pendapatan digunakan untuk menilai ekuitas perusahaan operasional (operating company) dengan tingkat pertumbuhan pendapatan dan laba yang relatif stabil. Dalam metode ini, nilai aset takberwujud dihitung secara kolektif (*big pot theory of goodwill*).

Pendekatan Aset tidak digunakan dalam jurnal ini karena kurangnya data dan informasi yang dibutuhkan untuk menentukan nilai pasar dari aset-aset perusahaan. Data dan informasi tersebut meliputi rincian daftar aset perusahaan, spesifikasi, tahun dan biaya perolehan, dan lain sebagainya.

- Pendekatan Pendapatan (*Income-based Approach*)

Pendekatan Pendapatan adalah pendekatan penilaian dengan cara mengonversi manfaat ekonomis atau pendapatan yang diperkirakan akan dihasilkan oleh Objek Penilaian dengan tingkat diskonto tertentu. Pendekatan Pendapatan dilakukan dengan cara memproyeksikan pendapatan ekonomis, yang didiskon dengan tingkat diskonto tertentu untuk mendapatkan Nilai Pasar Objek Penilaian. Metode yang digunakan dalam Pendekatan Pendapatan adalah sebagai berikut:

a) Metode Diskonto Arus Kas (*Discounted Cash Flow Method*)

Metode Diskonto Arus Kas mengestimasi nilai berdasarkan aliran pengembalian masa depan di ranah investasi menggunakan data pasar empiris, ekonomi makro dan fakta industri, dan tren-tren fundamental yang mendasari suatu perusahaan (Pratt & Niculita,2008:516).

b) Metode Kapitalisasi Pendapatan (*Capitalization of Income Method*)

Metode Kapitalisasi Pendapatan menerapkan satu pembagi (atau pengali) menjadi satu ukuran pendapatan ekonomi. Hasil dari metode ini adalah indikasi nilai yang berasal dari suatu pembagian atau pengalian (Pratt dan Niculita,2008:238). Seperti halnya Metode Diskonto Arus Kas, metode ini mengonversi pendapatan yang diantisipasi atau pendapatan masa depan menjadi nilai saat ini (*present value*), namun dilakukan dengan menggunakan tingkat kapitalisasi yang hanya dapat mengonversi satu pengembalian ekonomi masa depan untuk mengindikasikan nilai saat ini.

Metode Pendekatan Pendapatan yang digunakan dalam jurnal ini adalah Metode Diskonto Arus Kas. Metode Diskonto Arus Kas dianggap sebagai metode yang lebih rinci dan komprehensif karena metode tersebut memproyeksikan aliran pengembalian Perseroan untuk beberapa tahun proyeksi yang berbeda untuk kemudian didiskontokan sehingga dapat diperoleh hasil proyeksi yang lebih detil.

2.3. Analisis Laporan Keuangan dan Rasio Keuangan dalam Penilaian

2.3.1 Analisis Laporan Keuangan

Meskipun terdapat standar akuntansi tertentu yang harus dipenuhi oleh setiap perusahaan, jarang terdapat dua perusahaan yang melakukan praktik akuntansi yang sama persis, misalnya dalam cara pembukuan dan proses pembuatan laporan keuangan. Tujuan utama dari analisis laporan keuangan dalam penilaian adalah untuk lebih memahami kemampuan perusahaan untuk menghasilkan pendapatan serta melakukan penyesuaian terhadap neraca dan laporan laba rugi. Beberapa penyesuaian yang dapat dilakukan dalam suatu penilaian adalah sebagai berikut (Pratt & Niculita,2008:131-132):

1) Penyesuaian Normalisasi (*Normalizing Adjustments*)

Penyesuaian Normalisasi menyajikan data sesuai dengan GAAP dan setiap prinsip akuntansi industri dan menghilangkan akun yang tidak berulang (*nonrecurring items*). Tujuannya adalah untuk menyajikan informasi yang sebanding dengan perusahaan lain dan memberikan dasar bagi harapan-harapan masa depan mengenai suatu perusahaan. Tujuan lain dari penyesuaian ini adalah untuk menyajikan data keuangan secara konsisten dari waktu ke waktu.

2) Penyesuaian Pengendalian (*Controlling Adjustments*)

Pemilik perusahaan yang memegang kendali perusahaan dapat membuat Penyesuaian Pengendalian, namun pemilik minoritas tidak dapat melakukannya. Oleh karena itu, Penyesuaian Pengendalian biasanya hanya akan dibuat dalam kasus penilaian yang dilakukan terhadap kepentingan pemilik dengan saham pengendali, kecuali terdapat indikasi perubahan-perubahan tertentu yang mungkin terjadi.

Analisis terhadap laporan keuangan juga dapat memberikan informasi mengenai kinerja keuangan perusahaan. Orniati (2009) mengevaluasi kinerja keuangan PT Wira Jatim Group Pabrik Es Betek Malang dengan melakukan analisis laporan keuangan perusahaan tersebut. Analisis laporan keuangan tersebut dilakukan dengan menggunakan rasio keuangan, yaitu Rasio Likuiditas, Rasio Solvabilitas, Rasio Aktivitas, dan Rasio Profitabilitas. Pertumbuhan kinerja keuangan kemudian diukur dengan menggunakan persentase pertumbuhan penjualan dan pertumbuhan laba bersih. Jurnal ini menggunakan metode yang sama dalam pengukuran kinerja keuangan PT Semen Indonesia (Persero) Tbk sebelum dan sesudah akuisisi PT Holcim Indonesia Tbk.

2.3.2 Analisis Rasio Keuangan

Analisis rasio keuangan dapat membantu mengidentifikasi dan mengukur kekuatan dan kelemahan perusahaan, baik secara absolut maupun relatif terhadap perusahaan lain atau norma industri. Dalam proses penilaian, analisis rasio keuangan memiliki pengaruh terbesar dalam pemilihan berbagai kelipatan keuangan (*financial multiples*) yang fundamental (misalnya, *multiple* nilai pasar dari modal yang diinvestasikan [MVIC]/penghasilan sebelum bunga dan pajak [EBIT]) untuk diterapkan ke suatu perusahaan. Selama rasio menunjukkan pertumbuhan yang berkelanjutan, suatu bisnis seharusnya memiliki nilai *multiple* yang lebih tinggi daripada saat bisnis tersebut tidak mengindikasikan pertumbuhan. Semakin tinggi tingkatan dari faktor risiko yang ditunjukkan oleh suatu rasio, semakin rendah nilai bisnis tersebut relatif terhadap pendapatan, nilai buku, dan variabel keuangan fundamental lainnya (Pratt & Niculita,2008:154).

2.4. Penelitian Sebelumnya

Studi mengenai dampak *merger* dan akuisisi terhadap kinerja keuangan dilakukan oleh Borodin, et al. (2020). Objek penelitian adalah 138 transaksi *merger* dan akuisisi yang dilakukan oleh perusahaan-perusahaan Amerika Serikat dan Eropa. Hasil studi menunjukkan bahwa perusahaan yang melakukan *merger* dan akuisisi tetap menghasilkan profit seperti kondisi sebelumnya. Namun demikian, hasil pengujian atas rata-rata nilai justru menunjukkan hasil yang sebelumnya, yaitu menurunya nilai *return on sales*.

Wibowo & Hamdani (2020) menyelidiki penciptaan nilai perusahaan atas aksi korporasi berupa *merger* dan akuisisi. Studi ini menunjukkan bahwa aksi

korporasi dimaksud tidak secara otomatis menyebabkan nilai perusahaan menjadi meningkat.

Penelitian dengan pendekatan studi kasus dilakukan oleh Nober, et al. (2020) atas akuisisi PT Freeport Indonesia oleh PT Indonesia Asahan Alumunium (PT Inalum). Studi mengindikasikan bahwa akuisisi tersebut mampu meningkatkan harga saham perusahaan-perusahaan yang berada di bawah PT Inalum, yaitu PT Aneka Tambang Tbk, PT Buki Asam Tbk., dan PT Timah Tbk. Namun demikian, hasil studi juga menunjukkan tidak adanya perbedaan yang signifikan atas *stock returns* dari ketiga perusahaan tersebut.

Aktivitas akuisisi dapat menurunkan perbandingan utang terhadap modal (*debt to equity ratio*). Namun, di sisi lain aksi korporat tersebut tidak mampu meningkatkan indikator kinerja keuangan lain berupa *earning per share* (EPS), *return on investment* (ROI), *total assets turnover* (TATO), dan *current ratio* (CR). Temuan ini merupakan hasil studi yang dilakukan oleh Melati & Siwi (2020) berupa akuisisi PT Astra International atas PT General Electric Services. Penelitian serupa dilakukan oleh Inayah et al. (2020) atas akuisisi yang dilakukan oleh PT Astra Internasional Tbk atas PT Ascet Indonusa, Tbk., PT Sumbawa Jutaraya, dan PT Kreasijaya Adhikarya. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa setelah proses akuisisi yang dilakukan oleh PT Astra Internasional Tbk, return on assets (ROA) dan return on equity (ROE) mengalami penurunan. Di sisi lain, gross profit margin (GPM) dan price earning ratio (PER) mengalami peningkatan.

Lim & Ruslim (2020) meneliti 30 perusahaan yang melakukan akuisisi dalam periode tahun 2012 – 2017. Hasil studi menunjukkan bahwa terdapat indikasi kea rah positif atas *fixed asset turnover*, *debt to assets ratio* dan *return on equity*. Sebaliknya, studi ini tidak menunjukkan indikator yang kurang menguntungkan atas rasio profitabilitas dan rasio likuiditas. Selanjutnya, penelitian terhadap 9 perusahaan yang melakukan akuisisi dalam periode 2013 – 2017 ditunjukkan oleh Firdaus & Dara (2020). Studi ini mengindikasikan bahwa current ratio (CR) mengalami perubahan yang signifikan. Sebaliknya untuk TATO, ROA dan (net profit margin) NPM tidak menunjukkan perbedaan yang signifikan.

Budiwati et al. (2020) menguji pengaruh likuiditas dan struktur modal terhadap nilai perusahaan yang melakukan akuisisi. Berdasarkan pengujian atas 14 perusahaan yang terdaftar di bursa efek Indonesia menunjukkan bahwa sebelum akuisisi current ratio (CR) berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap price to book value (PBV) sedangkan debt to equity ratio (DER) berpengaruh positif signifikan terhadap PBV. Setelah akuisisi, CR berpengaruh positif tidak signifikan terhadap PBV sedangkan (DER) berpengaruh positif signifikan.

3. METODE PENELITIAN

Metode penelitian yang akan digunakan penulis dalam penulisan jurnal ini adalah metode studi pustaka. Studi Pustaka adalah metode pengumpulan data dengan cara mencari informasi melalui buku-buku, koran, majalah, dan literatur lainnya (Arikunto, dikutip dalam Mahendra, 2015). Data dan informasi yang penulis gunakan dalam penulisan jurnal ini meliputi laporan keuangan dari perusahaan yang menjadi objek jurnal ini, yaitu PT Semen Indonesia (Persero) Tbk, peraturan-peraturan terkait, laporan penilaian bisnis terdahulu, buku literatur, dan data-data keuangan yang diperoleh dari berbagai sumber yang relevan. Data-data kemudian dianalisis menggunakan pendekatan-pendekatan dalam penilaian bisnis. Lebih lanjut, penulis juga melakukan penyesuaian (*adjustment*) yang diperlukan atas standar akuntansi yang digunakan.

4. HASIL PENELITIAN

4.1 Analisis Kebijakan PT Semen Indonesia (Persero) Tbk untuk Mengakuisisi PT Holcim Indonesia Tbk

Sebelum diakuisisi oleh PT Semen Indonesia (Persero) Tbk, 80,6% saham PT Holcim Indonesia Tbk dikuasai oleh Holdervin B.V. yang dimiliki oleh LafargeHolcim Ltd., sedangkan 19,4% sisanya dikuasai oleh pemegang saham publik. Penjualan 80,6% saham tersebut berawal pada 2018 lalu saat LafargeHolcim Ltd. secara terbuka menyatakan keinginannya untuk menjual asetnya yang tersebar di seluruh dunia untuk mengurangi biaya operasional. Akuisisi PT Holcim Indonesia Tbk dilakukan melalui entitas anak PT Semen Indonesia Industri Bangunan (SIIB) dan rampung dilaksanakan pada tanggal 31 Januari 2019. Setelah rampung diakuisisi, nama PT Holcim Indonesia Tbk diganti menjadi PT Solusi Bangun Indonesia (SBI) dan merk Holcim diubah menjadi Dynamix.

PT Semen Indonesia (Persero) Tbk dalam Laporan Tahunan Perseroan tahun 2019 menyatakan bahwa akuisisi PT Holcim Indonesia Tbk adalah salah satu langkah strategis yang diambil untuk menghadapi persaingan industri semen di Indonesia yang telah memasuki tingkat kompetisi yang cukup tinggi. Persaingan tersebut dipicu oleh jumlah pemain yang beragam dan kelebihan pasokan (*oversupply*) di pasar semen nasional yang hampir mencapai 40 juta ton. Persaingan tersebut bahkan sempat memicu perang harga pada periode 2015 – 2017. Dengan akuisisi PT Holcim Indonesia Tbk, PT Semen Indonesia (Persero) Tbk berpendapat bahwa posisinya di industri semen nasional akan semakin menguat, khususnya di pasar Jawa Barat dan sekitarnya, karena penguatan lini rantai pasok, produksi, dan pemasaran baik domestik maupun regional. Hal ini sejalan dengan visi-misi Perseroan pada 2019, yaitu “Menjadi Perusahaan Penyedia Solusi Bahan Bangunan Terbesar di Regional”. Visi-misi tersebut menunjukkan ambisi PT Semen Indonesia (Persero) Tbk untuk tidak hanya menguasai industri semen nasional, namun juga

Jurnal Pajak dan Keuangan Negara Vol. II, No.1, (2020), Hal.63-77

industri semen Asia Tenggara. Selain itu, akuisisi PT Holcim Indonesia Tbk membuka peluang untuk meningkatkan diversifikasi produk PT Semen Indonesia (Persero) Tbk di industri hilir *building material*, sejalan dengan keinginan Perseroan untuk melakukan hilirisasi.

4.1.1 Dampak Akuisisi PT Holcim Indonesia Tbk terhadap Profitabilitas PT Semen Indonesia (Persero) Tbk

Profitabilitas perusahaan menunjukkan keuntungan dan pengembalian yang mampu dihasilkan perusahaan selama suatu periode tertentu. Profitabilitas dapat diukur menggunakan Rasio Profitabilitas. Beberapa ukuran dalam Rasio Profitabilitas yang dapat digunakan untuk mengukur profitabilitas perusahaan adalah Marjin Laba Bruto, Marjin Laba Usaha, Marjin Laba Bersih, Marjin EBITDA, *Return on Equity* (ROE), dan *Return on Assets* (ROA). Profitabilitas PT Semen Indonesia (Persero) Tbk pada tahun 2019 dan 2018 adalah sebagai berikut.

Tabel 1. Profitabilitas Semen Indonesia (dalam Miliar Rupiah)

Profitabilitas	2019	2018	Pertumbuhan 2019:2018
Marjin Laba Bruto (%)	31,5	30,4	1,1%
Marjin Laba Usaha (%)	15,3	15,9	(0,6%)
Marjin Laba Bersih (%) *)	5,9	10,1	(4,2%)
Marjin EBITDA (%)	21,6	21,4	0,2%
ROE (%)	7,4	9,9	(2,5%)
ROA (%)	3,0	6,1	(3,1%)

*) Laba tahun berjalan yang dapat diatribusikan kepada pemilik entitas induk

Sumber: Laporan Tahunan Semen Indonesia Tahun 2019

Terdapat peningkatan Margin Laba Bruto dan Margin EBITDA sebesar 1,1% dan 0,2%. Hal ini menunjukkan bahwa terjadi peningkatan dalam kemampuan perusahaan untuk memperoleh keuntungan berupa laba kotor dan EBITDA. Namun, pada saat yang bersamaan, kemampuan perusahaan untuk memproduksi keuntungan berupa laba usaha dan laba bersih menurun. Penurunan tersebut kemungkinan besar disebabkan oleh peningkatan beban keuangan Perseroan selama proses akuisisi PT Holcim Indonesia Tbk. Pada tahun 2019, beban keuangan Perseroan adalah sebesar Rp3.205.298 juta, meningkat sebesar 234% dari beban keuangan tahun 2018 yang sebesar Rp959.259 juta. Peningkatan beban keuangan berupa pinjaman bank pada tahun 2019 sebesar Rp1.835.869 juta memberikan kontribusi terbesar terhadap peningkatan beban keuangan Perseroan secara keseluruhan. Di sini lain, ROE dan ROA Perseroan juga mengalami penurunan sebesar 2,5% dan 3,1%. Menurut Perseroan, hal ini terutama dipengaruhi oleh penurunan laba tahun berjalan karena peningkatan pinjaman Perseroan untuk mendanai akuisisi PT Holcim Indonesia Tbk.

Sebesar 35% dari beban keuangan berupa pinjaman bank yang diambil oleh Perseroan pada tahun 2019 berasal dari pihak berelasi, yaitu bank-bank Perseroan, seperti PT Bank Negara Indonesia (Persero) Tbk, PT Bank Mandiri (Persero) Tbk, dan PT Bank Syariah Mandiri. Hal ini memberikan kesempatan bagi Perseroan untuk memperoleh tingkat bunga pinjaman yang kompetitif. Perseroan juga telah melakukan pembayaran atau pelunasan pinjaman sebesar Rp1,4 triliun selama tahun 2019 dalam rangka efisiensi beban keuangan. Hal ini menunjukkan bahwa meskipun terjadi penurunan di beberapa Rasio Profitabilitas Perseroan yang disebabkan oleh peningkatan beban keuangan, hal tersebut masih dalam taraf yang dapat dikendalikan oleh perusahaan sehingga kemungkinan perusahaan untuk meningkatkan kembali profitabilitasnya di masa depan masih terbuka lebar.

4.1.2 Perubahan Kinerja Keuangan PT Semen Indonesia (Persero) Tbk Setelah Mengakuisisi PT Holcim Indonesia

1) Rasio Likuiditas

Rasio Likuiditas mengukur kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya yang akan jatuh tempo. Salah satu ukuran yang dapat digunakan untuk mengetahui Rasio Likuiditas suatu perusahaan adalah Rasio Lancar. Rasio Lancar PT Semen Indonesia (Persero) Tbk pada tahun 2018 dan 2019 adalah sebagai berikut.

Tabel 2. Rasio Lancar Semen Indonesia (dalam Miliar Rupiah)

Rasio Lancar	2019	2018	Pertumbuhan 2019:2018
Aset Lancar	16.658	16.091	3,5%
Liabilitas Jangka Pendek	12.240	8.180	49,6%
Rasio Lancar (%)	136,10	196,72	(60,6%)

Sumber: Laporan Tahunan Semen Indonesia Tahun 2019

Menurut Perseroan, penurunan rasio lancar Perseroan disebabkan oleh peningkatan saldo pinjaman jangka panjang yang jatuh tempo dalam satu tahun serta penurunan saldo kas dan setara kas yang dimaksimalkan untuk menurunkan tingkat utang perseroan. Hal ini menimbulkan risiko likuiditas bagi Perseroan dan kemungkinan dapat menyebabkan kesulitan bagi Perseroan dalam memperoleh pendanaan dalam waktu singkat.

2) Pengukuran Rasio Solvabilitas

Rasio Solvabilitas dapat dihitung dengan cara membandingkan liabilitas berefek bunga terhadap ekuitas, kapital, dan total aset. Rasio Solvabilitas menggambarkan kemampuan perusahaan untuk membayar seluruh liabilitasnya, baik liabilitas jangka pendek maupun jangka panjang. Rasio Solvabilitas PT Semen Indonesia (Persero) Tbk pada tahun 2018 dan 2019 adalah sebagai berikut.

Tabel 3. Rasio Solvabilitas Semen Indonesia (dalam Miliar Rupiah)

Rasio Solvabilitas	2019	2018	Pertumbuhan 2019:2018
Liabilitas Berefek Bunga	30.042	9.602	212.9%
Liabilitas Terhadap Aset (%)	37,64	18,91	(18,73%)
Liabilitas/Kapital (%)	46,99	22,75	24,24%
Liabilitas/Ekuitas (%)	93,08	30,79	62,29%

Sumber: Laporan Tahunan Semen Indonesia Tahun 2019

Liabilitas berefek bunga pada tahun 2019 mengalami peningkatan drastis, yaitu sebesar 212,9%. Menurut Perseroan, hal ini terutama disebabkan oleh pendanaan akuisisi PT Holcim Indonesia Tbk dan dampak konsolidasi liabilitas PT Holcim Indonesia Tbk ke dalam Perseroan. Penurunan rasio liabilitas terhadap aset menunjukkan penurunan jumlah aset perusahaan yang dibiayai oleh utang. Namun, peningkatan rasio liabilitas terhadap kapital dan liabilitas terhadap ekuitas menandakan tingkat pembiayaan Perseroan oleh kreditor pada tahun 2019 lebih tinggi daripada tahun 2018. Hal ini dapat menjadi indikasi peningkatan risiko pinjaman perusahaan.

3) Pengukuran Rasio Aktivitas

• Perputaran Piutang

Perputaran Piutang menggambarkan rata-rata jumlah hari yang dibutuhkan oleh perusahaan untuk mendapatkan pembayaran atas piutangnya. Perputaran Piutang dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$Accounts\ Receivable\ Turnover = \frac{Net\ credit\ sales}{Average\ accounts\ receivable}$$

• Periode Pengumpulan Piutang

Periode Pengumpulan Piutang atau *Average Collection Period* adalah waktu yang dibutuhkan perusahaan untuk menerima pembayaran piutangnya. Perusahaan menghitung Periode Pengumpulan Piutang untuk memastikan mereka memiliki kas yang cukup untuk memenuhi kewajiban finansialnya. Periode Pengumpulan Piutang PT Semen Indonesia (Persero) Tbk adalah sebagai berikut.

Tabel 4. *Average Collection Period* Semen Indonesia

Kolektabilitas Piutang	2019	2018
Pendapatan	40.368	30.688
Rata-rata Piutang	6.138	5.336
ACP (hari)	55	63

Sumber: Laporan Tahunan Semen Indonesia Tahun 2019

• Perputaran Persediaan

Perputaran Persediaan dihitung dengan membagi harga pokok penjualan dengan rata-rata persediaan. Perputaran Persediaan mengukur efisiensi perusahaan dalam mengelola persediaan yang dimilikinya. Rumus Perputaran Persediaan adalah sebagai berikut.

$$Perputaran\ Persediaan = \frac{Cost\ of\ goods\ sold}{Average\ inventory}$$

• Perputaran Aktiva Tetap

Perputaran Aktiva Tetap digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan pendapatan menggunakan aktiva tetap yang dimilikinya. Rumus Perputaran Aktiva Tetap adalah sebagai berikut.

$$\text{Perputaran Aktiva Tetap} = \frac{Sales}{Total\ fixed\ assets}$$

Rasio Aktivitas PT Semen Indonesia (Persero) Tbk pada tahun 2018 dan 2019 adalah sebagai berikut.

Tabel 5. Rasio Aktivitas Semen Indonesia

Tahun	Perputaran Piutang (kali)	Periode Pengumpulan Piutang (hari)	Perputaran Persediaan (kali)	Perputaran Aktiva Tetap (kali)
2018	1.06	63	33.20	0.88
2019	1.05	55	40.58	0.64

Sumber: Data diolah, 2020

Terjadi peningkatan kemampuan perusahaan untuk mendapatkan pembayaran piutangnya dengan lebih cepat, ditandai dengan menurunnya Periode Pengumpulan Utang. Namun, rasio lainnya juga mengalami penurunan yang menandakan efisiensi perusahaan untuk mengelola piutang, persediaan, dan aktiva tetapnya menurun.

1) Pengukuran Rasio Profitabilitas

Marjin Laba Bruto dan Marjin EBITDA perusahaan mengalami peningkatan, sebagaimana diperlihatkan dalam data tabel 1, yang menandakan terjadi peningkatan kemampuan perusahaan untuk memperoleh keuntungan berupa laba kotor dan EBITDA. Namun di sisi lain, terjadi penurunan Marjin Laba Usaha, Marjin Laba Bersih, ROE, dan ROA yang disebabkan oleh peningkatan beban keuangan perusahaan akibat dari akuisisi PT Holcim Indonesia Tbk.

2) Pengukuran Pertumbuhan Kinerja Perusahaan

• Pertumbuhan Penjualan

Perseroan berhasil menjual semen di pasar domestik sebanyak 36,3 juta ton pada tahun 2019, 32,5% lebih tinggi daripada tahun sebelumnya. Penjualan tertinggi terjadi di wilayah Jawa, disusul oleh wilayah Sumatera, Sulawesi, Kalimantan, Bali Nusra, dan Indonesia Timur. Seluruh wilayah tersebut mengalami pertumbuhan penjualan.

Tabel 6. Penjualan Domestik Semen Indonesia

No	Wilayah	Penjualan Semen Indonesia		Pertumbuhan
		2019	2018	2019:2018
1	Sumatera	8.671.688	6.276.950	38,2%
2	Jawa	19.791.871	14.064.118	40,7%
3	Kalimantan	2.040.959	1.757.274	16,1%
4	Sulawesi	3.503.490	3.329.827	5,2%
5	Bali Nusra	1.585.519	1.246.955	27,2%
6	Indonesia Timur	747.306	746.376	0,1%
	Total	**36.340.833**	**27.421.500**	**32,5%**

Sumber: Laporan Tahunan Semen Indonesia 2019

Di pasar regional, Perseroan menjual 4 juta ton semen, naik sebesar 27,8% dari tahun 2018. Hal ini menandakan bahwa meskipun pertumbuhan pasar semen nasional dinilai cukup lambat pada tahun 2019, yaitu sebesar 0,3%; Perseroan masih dapat menunjukkan kinerja penjualan yang baik.

Tabel 7. Penjualan Regional Semen Indonesia

Negara Tujuan	2019	2018	Pertumbuhan 2019
Australia	1.507.375	827.718	82,1%
Bangladesh	1.213.126	878.610	38,1%
Cina	603.790	140.085	331,0%
Srilangka	304.085	896.298	(66,1%)
Timor Leste	149.342	130.100	14,8%
Lainnya	278.366	301.915	22,0%
Total Ekspor	**4.056.083**	**3.174.726**	**27,8%**

Sumber: Laporan Tahunan Semen Indonesia 2019

• Pertumbuhan Laba Bersih

Laba bersih Perseroan pada tahun 2019 adalah sebesar Rp2.371.233 juta, menurun 23,15% dari laba bersih tahun 2018 yang sebesar Rp3.085.704 juta. Penurunan ini terjadi sejalan dengan meningkatnya beban keuangan dan produksi Perseroan yang disebabkan oleh akuisisi dan konsolidasi PT Holcim Indonesia Tbk ke dalam Perseroan.

Analisis yang dilakukan terhadap rasio keuangan PT Semen Indonesia menunjukkan bahwa terjadi penurunan likuiditas perusahaan, kemampuan perusahaan untuk melunasi utang, efisiensi perusahaan dalam mengelola sumber dayanya, dan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan dalam bentuk laba usaha dan laba bersih. Hal ini terjadi karena peningkatan beban keuangan Perseroan yang disebabkan oleh akuisisi PT Holcim Indonesia Tbk. Meskipun demikian, Perseroan masih mampu meningkatkan volume penjualannya baik di pasar domestik dan pasar regional, meskipun saat ini pasar semen nasional dalam keadaan *oversupply* dan pertumbuhan pasar semen hanya sebesar 0,3%. Hal ini menunjukkan bahwa meskipun beban keuangan perusahaan bertambah karena akuisisi PT Holcim Indonesia Tbk, hal tersebut tidak terlalu berpengaruh terhadap kinerja penjualan Perseroan.

4.2 Analisis *Potter Five Force* PT Semen Indonesia (Persero) Tbk

Analisis *Potter Five Force* membantu menentukan posisi Perseroan dalam industri semen, menganalisis pengaruh lingkungan, potensi atau ancaman bisnis, dan keunggulan atau kelemahan kompetitif. Analisis ini diharapkan mampu memberikan arahan bagi Perseroan untuk meningkatkan kekuatan, mengantisipasi kelemahan, dan menghindarkan perusahaan dari pengambilan kebijakan atau keputusan yang salah. Analisis *Potter Five Force* PT Semen Indonesia (Persero) Tbk adalah sebagai berikut:

1) *Threat of New Entrants*

• *Barriers to entry*

Dilihat dari banyaknya produsen semen baru yang memasuki pasar nasional, dapat disimpulkan bahwa penghalang masuk industri semen tidak terlalu berpengaruh terhadap keinginan produsen semen baru untuk mulai berbisnis di Indonesia. Beberapa perusahaan semen asing dari Thailand dan China juga mulai memasuki pasar semen nasional.

• *Economies of scale*

Dibutuhkan biaya tambahan dalam skala besar untuk dapat memasuki industri semen.

• *Brand loyalty*

Terdapat ancaman bahwa pendatang baru dapat membuat produk yang unik, berbeda, lebih murah, dan/atau lebih unggul daripada produk yang dikeluarkan oleh Perseroan.

• *Capital requirements*

Ancaman pendatang baru tergolong lemah dari segi kebutuhan modal usaha karena untuk dapat memulai usaha di industri semen, dibutuhkan modal yang besar. Modal tersebut dibutuhkan untuk proses penggalian bahan baku semen, pembangunan pabrik, *research and development,* dan lain sebagainya.

• *Cumulative experience*

Dibutuhkan pengalaman hingga tingkat tertentu agar suatu perusahaan dapat mengambil *leading role* di industri semen nasional. Namun, hal ini bukanlah faktor penentu utama terhadap kesuksesan produsen semen.

• *Government policies*

Peraturan Menteri Perdagangan Nomor 7 Tahun 2018 tentang Ketentuan Impor Semen dan Semen Klinker memberikan peluang bagi industri semen dalam negeri untuk memperoleh bahan klinker dan semen dari pasar internasional. Namun, hal ini juga dikhawatirkan dapat membahayakan posisi industri semen domestik karena persediaan klinker (bongkahan padat berukuran kecil yang terbentuk saat bahan baku semen dipanaskan dalam suhu tinggi) dan volume produksi semen di Indonesia yang masih dalam kondisi *oversupply*.

Dapat disimpulkan bahwa ancaman pendatang baru di industri semen tergolong tinggi. Hal ini mewajibkan PT Semen Indonesia (Persero) Tbk untuk mengeluarkan usaha ekstra dengan semakin banyaknya pesaing di pasar semen nasional. Perseroan harus terus berinovasi, menciptakan produk yang lebih berkualitas dengan harga yang kompetitif agar dapat terus memimpin industri semen nasional.

2) *Bargaining Power of Buyers*

• *Number of customers*

Semen merupakan bahan yang dibutuhkan di hampir seluruh proyek pembangunan sehingga jumlah konsumen industri semen sangatlah banyak.

• *Differences between competitors*

Saat ini, produsen semen saling bersaing untuk menciptakan produk yang lebih ramah lingkungan, lebih cepat kering, dan berdaya serap tinggi. Setiap perusahaan memiliki keunggulan tersendiri di bidang tertentu. Hal ini dilakukan untuk mengikuti tren pasar yang didasari oleh permintaan konsumen.

• *Buyers' ability to substitute*

Dengan banyaknya jenis produk semen di pasaran, kemampuan pembeli untuk melakukan penggantian produk tergolong tinggi.

- *Buyers' information availability*

Industri semen merupakan industri yang terbuka. Dengan banyaknya produsen semen yang merupakan perusahaan publik, informasi mengenai produk-produk industri semen cukup mudah untuk didapatkan.

Dapat disimpulkan bahwa kekuatan tawar-menawar konsumen di industri semen tergolong kuat. Hal ini disebabkan oleh kemudahan untuk melakukan substitusi, banyaknya jumlah produsen, dan ketersediaan informasi yang cukup.

3) *Threat of Substitute Products*

- *Number of substitute products available*

Semen konvensional memiliki beberapa produk substitusi. Salah satu produk substitusi semen konvensional yang paling diminati konsumen adalah semen mortar atau semen instan yang tidak memerlukan tambahan material lain, cukup diaduk dengan air secukupnya.

- *Buyers' propensity to substitute*

Semen mortar memiliki keunggulan-keunggulan tertentu jika dibandingkan dengan semen konvensional, antara lain lebih mudah dan praktis untuk digunakan, daya rekat yang lebih baik, dan lebih mudah disimpan sehingga cukup menarik bagi konsumen.

- *Perceived level of product differentiation*

Semen konvensional dan semen mortar memiliki target konsumen yang berbeda. Semen mortar memiliki harga yang jauh lebih mahal daripada semen konvensional. Selisih harga satu sak semen mortar dan semen konvensional dapat mencapai Rp10.000,00 – Rp20.000,00.

Dapat disimpulkan bahwa terdapat ancaman substitusi produk dalam tingkat sedang. Untuk mengatasi ancaman tersebut, PT Semen Indonesia (Persero) Tbk memutuskan untuk mengakuisisi PT Holcim Indonesia Tbk yang sudah memiliki produk mortar dan membangun pabrik mortar yang rencananya akan mulai beroperasi pada tahun 2020.

4) *Bargaining Power of Suppliers*

- *Number and size of suppliers*

Perseroan membutuhkan pasokan bahan baku berupa batu kapur, tanah liat, bahan bakar, batu bara, *iron oxide*, gipsum, dan beberapa bahan lainnya. Pemasok bahan baku PT Semen Indonesia (Persero) Tbk berasal dari dalam dan luar negeri, beberapa di antaranya adalah PT Petrokimia Gresik, serta beberapa pemasok dari Thailand, Australia, dan Filipina.

- *Uniqueness of each suppliers' product*

Bahan baku yang dibutuhkan untuk memproduksi semen tidak merupakan bahan baku yang masuk dalam kategori umum dan tidak terdiferensiasi.

Dapat disimpulkan bahwa kekuatan tawar-menawar pemasok di industri semen tergolong rendah. Hal ini karena terdapat banyak perusahaan yang dapat menjadi pemasok bahan baku semen dan sifat bahan baku semen yang tergolong umum sehingga biaya peralihan pemasok yang harus dikeluarkan oleh produsen semen tergolong rendah sehingga perusahaan pemasok harus dapat memberikan harga bahan baku yang kompetitif.

5) *Rivalry Among Existing Competitors*

- *Number of competitors*

Jumlah pesaing di industri semen tergolong banyak. Hingga tahun 2017, terdapat 16 perusahaan industri semen terintegrasi yang memiliki fasilitas penggilingan dan pengemasan.

- *Diversity of competitors*

Dengan tingginya tingkat persaingan di industri semen nasional, perusahaan-perusahaan semen melakukan berbagai inovasi untuk menonjolkan produk-produknya di pasar. Terdapat beberapa perusahaan semen yang dikenal dengan harga produknya yang tergolong rendah, lebih ramah lingkungan, lebih cepat kering, dan lain sebagainya.

- *Industry concentration*

Saat ini, konsentrasi industri semen berada pada pembuatan produk yang lebih ramah lingkungan. Perusahaan-perusahaan semen melakukan hal tersebut dengan mulai mencari pengganti bahan baku pembuat semen seperti pasir alam, menciptakan produk yang memiliki daya serap air yang tinggi, menurunkan konsumsi bahan bakar fosil, dan melakukan perbaikan dalam pengolahan limbah industri.

- *Industry growth*

Pada semester I tahun 2019, penjualan semen di Indonesia mengalami penurunan hingga 2%. Hal tersebut disebabkan oleh proses pemilu Presiden yang menyebabkan tertundanya inisiasi proyek infrastruktur baru hingga terbentuknya kabinet pemerintahan yang baru, belum adanya tanda-tanda peningkatan dalam industri properti nasional, dan kelebihan kapasitas domestik sebesar 37 juta ton.

Dari analisis tersebut, dapat disimpulkan bahwa intensitas persaingan yang saat ini terjadi di industri semen tergolong tinggi.

4.3 Analisis *Life Cycle Cost* PT Semen Indonesia (Persero) Tbk

Analisis *Life Cycle Cost* adalah analisis yang dilakukan untuk mengetahui posisi suatu perusahaan dalam siklus hidup bisnis perusahaan yang meliputi masa *start up, rapid growth, stable growth, maturity, declining, death,* dan *rebirth*. Siklus hidup suatu bisnis dapat digambarkan sebagai berikut.

Gambar 6. *Life Cycle* Suatu Bisnis

Stage of Development	Seed capital	Start-up	Launch	Growth phase I	Growth phase II	Stable growth	Mature
Revenue	none	Minimal	Rapid growth	Strong growth	Strong growth	Stable growth	GDP growth
Earnings	none	Loss	Loss	Breakeven	Breakeven	Profit	Profit
Free Cashflow	none	Negative	Negative	Negative	Zero	Positive	Positive
Customers	none	None	Early adopters	<50% of target	>50% of target	Mass market	Mass market
Marketing	none	Market research	Awareness	Brand building	Brand building	Reminding	Rebranding
Product	Conceptual	Ready for market	Niche	Popular	Widely used	Mainstream	Commodity
Technology	Unproven	Testing	In use	Scale up	Improve	Generic	obsolete
Management	Founders	Founders	Key rolles filled	Most roles filled	Fully staffed	Fully staffed	Fully staffed
Back-office	Bedroom	Garage	Temporary HQ	Permanent HQ	Permanent HQ	Permanent HQ	Permanent HQ

Sumber: Shaw (2004), dikutip dalam Djaja (2018)

Gambar di atas merupakan penjelasan singkat mengenai siklus hidup suatu bisnis. Apabila suatu bisnis yang berada pada tahap *declining* tidak bisa bangkit, maka bisnis tersebut akan masuk dalam fase *death*. Namun, apabila bisnis tersebut dapat memperbaiki kondisinya dan bangkit kembali, bisnis tersebut akan masuk pada fase *rebirth.* Analisis *Life Cycle Cost* PT Semen Indonesia (Persero) Tbk adalah sebagai berikut.

Tabel 8. Analisis *Life Cycle Cost* Semen Indonesia

Revenue	Pendapatan PT Semen Indonesia (Persero) Tbk terus tumbuh dari tahun ke tahun dengan tingkat yang bervariasi, namun cukup stabil
Earning	Perseroan sudah menghasilkan laba
Free Cash Flow	Bernilai positif
Customers	Perseroan sudah memasuki pasar umum dan bahkan memiliki pangsa pasar yang cukup besar
Marketing	Perseroan memiliki *brand* yang sudah terkenal dan dengan reputasi yang baik
Product	Produk-produk perseroan sudah sangat dikenal dan umum di pasaran
Technology	Menggunakan teknologi yang umum digunakan oleh perusahaan lainnya di industri yang sama
Management	Memiliki staf dengan jumlah yang memadai
Back Office	Memiliki kantor pusat permanen

Sumber: Data diolah, 2020

Dapat disimpulkan bahwa PT Semen Indonesia (Persero) Tbk berada pada fase *stable growth*. Hal ini dilihat dari *earning* Perseroan yang sudah menghasilkan laba, *Free Cash Flow* yang bernilai positif, pangsa pasar Perseroan yang besar, *brand* Perseroan yang memiliki reputasi yang dapat dipertahankan, dan produk Perseroan yang merupakan produk *mainstream* di pasar semen nasional. Berdasarkan analisis tersebut, penilaian bisnis dalam jurnal ini dilakukan dengan premis *going concern*.

4.4 Penilaian Bisnis PT Semen Indonesia (Persero) Tbk

4.4.1 Analisis Laporan Keuangan

a. Laporan Arus Kas

Jumlah arus kas untuk aktivitas investasi PT Semen Indonesia (Persero) Tbk mengalami lonjakan drastis, yaitu dari Rp1.789 miliar pada tahun 2018 menjadi Rp17.161 miliar pada tahun 2019. Lonjakan ini disebabkan oleh kenaikan jumlah akun akuisisi entitas anak pada tahun 2019 sebesar Rp15.459.602 juta. Kenaikan tersebut berasal dari pembayaran yang dilakukan untuk mengakuisisi 80,6% saham PT Holcim Indonesia Tbk dan Pembayaran Penawaran Tender Wajib saham PT Holcim Indonesia Tbk sebanyak 17,7%. Lonjakan juga terjadi pada arus kas dari aktivitas pendanaan yang pada tahun 2019 berjumlah Rp10.285 miliar, naik sebesar Rp11.347 miliar dari tahun sebelumnya. Peningkatan tersebut terjadi karena terdapat penarikan pinjaman yang digunakan untuk mengakuisisi saham PT Holcim Indonesia Tbk.

b. Neraca

Total nilai buku (bersih) aset tetap Perseroan pada tahun 2019 naik sebesar 74,7% dari tahun sebelumnya. Liabilitas jangka pendek Perseroan naik sebesar 49,6% pada tahun 2019 yang disebabkan oleh peningkatan pinjaman jangka panjang yang jatuh tempo dalam satu tahun dan utang usaha sejalan dengan meningkatnya beban pokok pendapatan dan volume produksi. Liabilitas jangka panjang Perseroan juga mengalami lonjakan tajam, yaitu sebesar 217,1% yang disebabkan oleh peningkatan pinjaman bank jangka panjang dan liabilitas pajak tangguhan. Kenaikan aset tetap, liabilitas jangka pendek, dan liabilitas jangka panjang Perseroan terutama disebabkan oleh konsolidasi PT Holcim Indonesia Tbk ke dalam Perseroan yang menyebabkan Perseroan mengakui aset tetap PT Holcim Indonesia Tbk, melakukan pinjaman untuk melaksanakan akuisisi, dan meningkatkan beban pokok pendapatan sejalan dengan meningkatnya volume produksi.

c. Laporan Laba Rugi

Terdapat peningkatan pendapatan, beban pokok penjualan, beban penjualan, dan beban umum dan administrasi Perseroan pada tahun 2019. Menurut Perseroan, peningkatan tersebut masih berhubungan dengan akuisisi dan konsolidasi PT Holcim Indonesia Tbk ke dalam Perseroan. Perubahan akun pendapatan, beban pokok penjualan, beban penjualan, dan beban umum dan administrasi Perseroan dapat dilihat dalam tabel berikut.

Tabel 9. Perubahan Akun dalam Laporan Laba Rugi

Akun	2019	2018	Perubahan
Pendapatan	Rp 40,368,107	Rp 30,687,626	31.55%
Beban pokok penjualan	Rp 27,654,124	Rp 21,357,096	29.48%
Beban penjualan	Rp 3,084,107	Rp 2,237,003	37.87%
Beban umum dan administrasi	Rp 3,536,797	Rp 2,320,262	52.43%

Sumber: Diolah dari Laporan Tahunan PT Semen Indonesia (Persero) Tbk Tahun 2019, 2020

d. Penyesuaian Laporan Keuangan

Penyesuaian dilakukan terhadap akun-akun *nonrecurring* dan yang mengalami lonjakan tajam yang disebabkan oleh pembiayaan akuisisi PT Holcim Indonesia Tbk. Penyesuaian tersebut dilakukan karena akun-akun tersebut kemungkinan besar tidak akan terjadi kembali atau jumlahnya tidak akan mengalami peningkatan setinggi peningkatan di tahun 2019 sehingga penyesuaian tersebut perlu dilakukan dalam rangka menciptakan proyeksi laporan keuangan yang lebih akurat untuk digunakan dalam perhitungan nilai entitas Perseroan. Beberapa akun yang disesuaikan adalah akun:

1) *Nonrecurring*
   Akun akuisisi entitas anak dan penerimaan dana syirkah pada laporan arus kas dihapuskan, akun dana syirkah temporer pada neraca juga dihapuskan. Akun-akun ini dihapuskan karena hanya muncul pada tahun terjadinya akuisisi sehingga apabila tidak dihapuskan dapat mengurangi akurasi proyeksi tahun-tahun setelah akuisisi.
2) Mengalami peningkatan tajam karena pembiayaan akuisisi PT Holcim Indonesia
   Akun pinjaman bank, utang obligasi, beban keuangan, pembayaran beban keuangan, dan akun-akun dalam Laporan Arus Kas yang berhubungan dengan penerimaan dan pembayaran utang bank, dan utang obligasi disesuaikan dengan cara mengganti nilai akun-akun tersebut pada tahun 2019 dengan nilai yang didapat dari proyeksi laporan keuangan tahun 2014 – 2018.
3) Jumlah pajak penghasilan yang dibayar Perseroan
   Penyesuaian terhadap akun beban keuangan pada laporan laba rugi menyebabkan perubahan terhadap jumlah pajak penghasilan yang harus dibayar pada tahun 2019 yang semula sebesar Rp824,642 miliar menjadi Rp1429,386 milliar. Perubahan jumlah pajak penghasilan ini terjadi karena penyesuaian yang dilakukan terhadap akun beban keuangan pada laporan laba rugi berikut

beban-beban pajaknya menyebabkan perubahan pada pendapatan sebelum pajak dan jumlah pajak penghasilan Perseroan secara keseluruhan.

4.4.2 Proses Penilaian Bisnis

a. Metode Diskonto Arus Kas

Teknik Diskonto Arus Kas yang digunakan dalam jurnal ini adalah teknik EBIT (*Earning Before Interest and Tax*). Teknik tersebut dapat digunakan untuk menilai Objek Penilaian yang memiliki jangka waktu yang tak terhingga (kekal) dan dihitung dengan menggunakan pendapatan operasional bersih untuk diproyeksikan dalam penghitungan *Free Cash Flow*. Sebelum melakukan proyeksi terhadap EBIT, beban depresiasi, pajak penghasilan, *capital expenditure*, dan *net working capital* yang sudah disesuaikan, terlebih dahulu harus dilakukan penghitungan terhadap:

1) Rata-rata tingkat pertumbuhan pendapatan

Pendapatan historis dari tahun 2014 hingga 2019 digunakan untuk menghitung rata-rata tingkat pertumbuhan pendapatan pada tahun 2018 dan 2019. Tingkat pertumbuhan pendapatan tersebut digunakan untuk mencari tingkat kapitalisasi yang akan digunakan untuk mengetahui nilai terminal dari *Free Cash Flow* Perseroan. Hal tersebut dilakukan dengan cara mengurangkan tingkat diskonto dengan tingkat pertumbuhan pendapatan. Perhitungan pertumbuhan pendapatan Perseroan adalah sebagai berikut.

Tabel 10. Pertumbuhan Pendapatan 2013-2019

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Penjualan	24501.2408	26987.04	26948	26134.31	27813.66	30687.63	40368.107
Growth		0.101456	-0.00145	-0.0302	0.064259	0.103329	0.315452262
Rata-rata						4.75%	9.21%

Sumber: Data diolah, 2020

2) Tingkat diskonto

Tingkat diskonto yang digunakan dalam jurnal ini diperoleh dengan menggunakan metode *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) atau biaya modal rata-rata tertimbang. Angka WACC diperoleh dengan menambahkan perkalian antara *Cost of Equity* (COE) dan *weighted equity* dengan perkalian antara *Cost of Debt* (COD) dan *weighted debt* atau dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$WACC = (COE\ x\ Weighted\ Equity) + (COD\ x\ Weighted\ Debt)$$

Data-data yang digunakan dalam perhitungan WACC adalah data-data industri yang diperoleh dari situs daring Damodaran. Perhitungan tingkat diskonto dan tingkat kapitalisasi Perseroan adalah sebagai berikut.

Tabel 11. Tingkat Diskonto dan Tingkat Kapitalisasi

2018				
STRUKTUR KAPITAL	BOBOT	BIAYA MODAL	WACC	Tingkat Kapitalisasi
Hutang	36.13%	7.66%	2.77%	8.42%
Ekuitas	63.87%	16.29%	10.41%	
			13.17%	
2019				
STRUKTUR KAPITAL	BOBOT	BIAYA MODAL	WACC	Tingkat Kapitalisasi
Hutang	31.53%	7.48%	2.36%	2.46%
Ekuitas	68.47%	13.61%	9.32%	
			11.67%	

Sumber: Data diolah, 2020

Setelah diperoleh rata-rata tingkat pertumbuhan pendapatan, tingkat kapitalisasi, dan tingkat diskonto, angka-angka tersebut kemudian digunakan untuk memproyeksikan *Free Cash Flow* Perseroan hingga tahun terminal atau tahun saat pertumbuhan *Free Cash Flow* Perseroan mulai stabil. Dalam jurnal ini, tahun terminal yang diperoleh dari analisis tingkat pertumbuhan *Free Cash Flow* hasil proyeksi adalah tahun 2023, berlaku bagi tanggal penilaian 31 Desember 2018 dan 31 Desember 2019. Nilai *Free Cash Flow* pada tahun 2023 kemudian digunakan sebagai nilai terminal. *Free Cash Flow* hasil proyeksi dan nilai terminal kemudian dihitung nilai kininya dengan menggunakan tingkat diskonto, dijumlahkan, dan ditambah dengan aset non-operasional sehingga diperoleh indikasi nilai entitas Perseroan sebesar Rp167.281.213.375.000,00 pada tanggal penilaian 31 Desember 2018 dan sebesar Rp563.907.304.570.000,00 pada tanggal penilaian 31 Desember 2019. Detil perhitungan indikasi nilai entitas untuk kedua tanggal penilaian tercantum pada bagian ilustrasi jurnal ini.

b. Metode Perbandingan Data Pasar

Perusahaan-perusahaan yang dipilih sebagai perusahaan pembanding dalam karya tulis ini merupakan perusahaan-perusahaan yang bergerak di bidang industri semen dengan cakupan pasar nasional sehingga perusahaan pembanding yang dipilih dapat dikatakan sejenis dan sebanding dengan objek penilaian. Perusahaan pembanding yang digunakan dalam jurnal ini adalah PT Semen Baturaja (Persero) Tbk dan PT Indocement Tunggal Prakarsa Tbk. Kedua perusahaan ini dipilih berdasarkan kemiripan lini usaha, cakupan pasar, dan keaktifan transaksi. Kedua perusahaan kemudian diberikan bobot berupa persentase berdasarkan kemiripan akun-akun dalam laporan laba ruginya dengan akun-akun dalam laporan laba rugi objek penilaian. Akun-akun pembanding yang memiliki selisih *common size* kurang dari 10% diberi bobot 1, sedangkan akun-akun pembanding yang memiliki selisih *common size* lebih dari 10% diberi bobot 0. Akun-akun yang dimaksud adalah akun pendapatan, *cost of goods sold*, laba usaha, biaya operasi, EBITDA, depresiasi dan amortisasi, EBIT, biaya bunga, laba sebelum pajak, beban pajak, dan laba setelah pajak. PT Semen Baturaja (Persero) Tbk dan PT Indocement Tunggal Prakarsa Tbk masing-masing diberi bobot 60% dan 40% pada tanggal penilaian 31 Desember 2018 serta 39% dan 61% pada tanggal penilaian 31 Desember 2019. Detil pembobotan terlampir pada bagian ilustrasi jurnal ini.

Penilaian dilakukan dengan menggunakan *enterprise value per sales, enterprise value per* EBITDA, dan *enterprise value per* EBIT sebagai basis penilaian. Perhitungan basis penilaian untuk tanggal penilaian 31 Desember 2018 dapat dilihat dalam tabel sebagai berikut.

Tabel 12. Perhitungan Basis Penilaian 2018

Basis Penilaian	INTP	Multiple	SMBR	Multiple	Objek
EV/Sales	15,190,283	4.00	1,995,808	9.19	30,687,626
EV/EBITDA	1,008,018	25.83	260,316	43.02	4,773,265
EV/EBIT	(2,352,993)	56.58	114,280	70.43	3,147,616

Sumber: Data diolah, 2020

Sedangkan, perhitungan basis penilaian untuk tanggal penilaian 31 Desember 2019 dapat dilihat dalam tabel sebagai berikut.

Tabel 13. Perhitungan Basis Penilaian 2019

Basis Penilaian	INTP	Multiple	SMBR	Multiple	Objek
EV/Sales	15,939,348	1.26	1,999,517	2.08	40,368,107
EV/EBITDA	1,849,547	10.84	233,945	17.81	3,195,775
EV/EBIT	557,930	35.95	102,823	40.53	3,193,431

Sumber: Data diolah, 2020

Indikasi nilai diperoleh dengan mengalikan basis penilaian perusahaan pembanding dengan bobot perusahaan pembanding dan nominal penjualan, EBITDA, dan EBIT objek penilaian. Hasil perkalian tersebut kemudian diberi bobot sehingga diperoleh bobot tertimbang untuk masing-masing basis penilaian. Bobot tertimbang seluruh basis penilaian dijumlahkan sehingga diperoleh rata-rata tertimbang nilai pasar. Perhitungan indikasi nilai untuk tanggal penilaian 31 Desember 2018 dapat dilihat dalam table 75 sebagai berikut.

Tabel 14. Perhitungan Indikasi Nilai 2018

Basis Penilaian	INTP	SMBR	Jumlah	Bobot	Bobot Tertimbang
EV/Sales	Rp 49,138,868	Rp 169,141,565	Rp 218,280,433	50%	Rp109,140,216
EV/EBITDA	Rp 49,316,869	Rp 123,216,431	Rp 172,533,301	25%	Rp43,133,325
EV/EBIT	Rp 71,242,239	Rp 133,010,786	Rp 204,253,026	25%	51,063,256.44
			Rata2 Tertimbang Nilai Pasar		Rp203,336,798

Sumber: Data diolah, 2020

Sedangkan, perhitungan indikasi nilai untuk tanggal penilaian 31 Desember 2019 dapat dilihat dalam tabel sebagai berikut.

Tabel 15. Perhitungan Indikasi Nilai 2019

Basis Penilaian	INTP	SMBR	Jumlah	Bobot	Bobot Tertimbang
EV/Sales	Rp 31,040,758	Rp 32,717,636	Rp 63,758,393	50%	31,879,196.60
EV/EBITDA	Rp 21,177,530	Rp 22,137,627	Rp 43,315,156	25%	10,828,789.09
EV/EBIT	Rp 70,152,361	Rp 50,331,037	Rp 120,483,398	25%	30,120,849.55
			Rata2 Tertimbang Nilai Pasar		Rp72,828,835

Sumber: Data diolah, 2020

Setelah dikurangi dengan *Discount Lack of Marketability* (DLOM) sebesar 7%, diperoleh nilai pasar wajar untuk tanggal penilaian 31 Desember 2018 sebesar Rp189.103.222,21 juta dan sebesar Rp67.730.816,77 juta untuk tanggal penilaian 31 Desember 2019. Persentase DLOM diperoleh dengan cara memberikan nilai marketabilitas berdasarkan kondisi perusahaan dalam industri. Detil penentuan persentase DLOM terlampir pada bagian ilustrasi jurnal ini.

c. Rekonsiliasi Nilai

Rekonsiliasi nilai dilakukan saat lebih dari satu pendekatan digunakan dalam suatu penilaian. Rekonsiliasi nilai dilakukan melalui pemberian bobot tertentu terhadap setiap pendekatan penilaian yang digunakan berdasarkan ketersediaan data, analisis, dan kesesuaian pendekatan penilaian. Bobot masing-masing pendekatan yang digunakan dalam jurnal ini adalah sebagai berikut:

Tabel 16. Pembobotan Pendekatan Penilaian

Jenis Pendekatan	Nilai	%
Pendekatan Pendapatan	8	50.00%
Pendekatan Data Pasar	8	50.00%
Jumlah	16	100.00%

Sumber: Data diolah, 2020

Dasar nilai yang diberikan terhadap setiap pendekatan terlampir pada bagian ilustrasi jurnal ini. Hasil rekonsiliasi nilai entitas Perseroan pada tanggal penilaian 31 Desember 2018 dan 31 Desember 2019 adalah sebagai berikut.

Tabel 17. Rekonsiliasi Nilai Entitas Semen Indonesia

PENDEKATAN	METODE	NILAI SEBELUM PEMBOBOTAN	BOBOT	NILAI SETELAH PEMBOBOTAN
PENDAPATAN	DCF 2018	167,281,213,375,494	50.00%	83,640,606,687,747
	DCF 2019	563,907,304,570,500		281,953,652,285,250
DATA PASAR	Perbandingan 2018	189,103,222,213	50.00%	94,551,611,106
	Perbandingan 2019	67,730,816,768		33,865,408,384
NILAI ENTITAS 2018				83,735,158,298,853
NILAI ENTITAS 2019				281,987,517,693,634

Sumber: Data diolah, 2020

4.5 Perbandingan Nilai Entitas PT Semen Indonesia (Persero) Tbk Sebelum dan Sesudah Akuisisi

Tabel 17 menunjukkan terdapat perbedaan yang cukup signifikan antara nilai entitas Perseroan sebelum akuisisi PT Holcim Indonesia Tbk rampung, yaitu pada tanggal penilaian 31 Desember 2018, dan setelah akuisisi tersebut rampung, yaitu pada tanggal penilaian 31 Desember 2019. Nilai entitas Perseroan pada tanggal penilaian 31 Desember 2019 adalah sebesar Rp281.987.517.693.634,00; naik sebesar 236,76% dari nilai entitas Perseroan pada tanggal 31 Desember 2018 yang sebesar Rp83.735.158.298.853,00. Hal ini menunjukkan bahwa meskipun kinerja keuangan Perseroan menurun karena terbebani oleh utang dan pembiayaan untuk melaksanakan proses akuisisi, pendapatan Perseroan diperkirakan akan terus meningkat seiring dengan meningkatnya kapasitas produksi, diversifikasi produk, dan pangsa pasar. Dapat disimpulkan bahwa akuisisi PT Holcim Indonesia Tbk membawa dampak buruk terhadap kinerja keuangan Perseroan pada tahun 2019 dan beberapa tahun setelahnya karena Perseroan masih dibebani dengan utang yang harus diambilnya untuk membiayai akuisisi tersebut. Namun, akuisisi tersebut akan membawa dampak baik bagi Perseroan dalam jangka panjang karena PT Holcim Indonesia Tbk dapat menambah variasi jenis produk, kapasitas produksi, dan pangsa pasar ke dalam Perseroan.

5. KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Simpulan

1. PT Semen Indonesia (Persero) Tbk memutuskan untuk mengakuisisi PT Holcim Indonesia dalam rangka memperkuat posisinya di industri semen Indonesia yang sudah memasuki tingkat persaingan yang tinggi karena kondisi *oversupply* di pasar semen nasional dan banyaknya perusahaan semen baru yang memasuki pasar. Bergabungnya PT Holcim Indonesia Tbk ke dalam Perseroan juga diharapkan dapat membantu Perseroan dalam persaingan pasar regional Asia Tenggara dan untuk melakukan hilirisasi.
2. Kebijakan PT Semen Indonesia (Persero) Tbk untuk mengakuisisi PT Holcim Indonesia Tbk menyebabkan penurunan kemampuan Perseroan untuk memproduksi keuntungan berupa laba usaha dan laba bersih karena meningkatnya beban keuangan Perseroan. Meskipun terjadi peningkatan marjin laba bruto dan marjin EBITDA, terjadi penurunan rasio *Return on Equity* (ROE) dan *Return on Assets* (ROA) yang mengindikasikan bahwa kemampuan Perseroan untuk menghasilkan laba bersih dengan sumber daya yang tersedia juga menurun sehingga secara keseluruhan terjadi penurunan terhadap profitabilitas Perseroan.
3. Analisis terhadap rasio likuiditas, solvabilitas, aktivitas, dan profitabilitas Perseroan menunjukkan bahwa terjadi penurunan likuiditas, kemampuan untuk melunasi utang, efisiensi pengelolaan sumber daya, dan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan dalam bentuk laba usaha dan laba bersih akibat dari peningkatan beban keuangan yang disebabkan oleh pembiayaan akuisisi PT Holcim Indonesia Tbk sehingga dapat disimpulkan bahwa terjadi penurunan kinerja keuangan perusahaan pada tahun 2019. Meskipun demikian, peningkatan angka pendapatan yang terjadi pada

tahun 2019 menunjukkan bahwa masih ada harapan bagi Perseroan untuk memperbaiki kinerja keuangannya di masa depan.

4. Hasil rekonsiliasi pendekatan data pasar dan pendekatan pendapatan dalam penilaian bisnis menunjukkan bahwa terdapat peningkatan nilai entitas Perseroan yang signifikan setelah akuisisi PT Holcim Indonesia Tbk. Peningkatan tersebut terjadi karena peningkatan kapasitas produksi, diversifikasi produk, dan pangsa pasar yang menyebabkan proyeksi EBIT Perseroan terus meningkat.

5.2 Saran

Perusahaan sebaiknya melakukan pertimbangan yang matang dan riset yang mendalam sebelum melakukan tindakan akuisisi karena akuisisi menimbulkan beban keuangan yang cukup besar bagi perusahaan.

6. IMPLIKASI DAN KETERBATASAN

1. Penilaian bisnis terhadap dampak akuisisi PT Holcim Indonesia Tbk terhadap PT Semen Indonesia (Persero) Tbk dalam jurnal ini dilakukan dalam kurun waktu kurang dari satu tahun setelah akuisisi terjadi sehingga analisis yang dilakukan belum dapat mencerminkan dampak jangka panjang dari akuisisi tersebut. Penelitian selanjutnya sebaiknya dilakukan dalam kurun waktu yang lebih lama dari tanggal terjadinya akuisisi agar bisa dilakukan analisis dampak jangka panjang dari akuisisi tersebut.
2. Penilaian bisnis dalam jurnal ini dilakukan sepenuhnya dengan menggunakan data sekunder. Sebaiknya penilaian selanjutnya dilakukan dengan menggunakan data primer yang bisa didapatkan dengan cara melakukan wawancara kepada manajemen perusahaan dan kunjungan langsung untuk melakukan observasi terhadap objek penilaian.

DAFTAR PUSTAKA (*REFERENCES*)

1. Buku dan Publikasi Lain

Djaja, I. (2018). *All about Corporate Valuation*. Jakarta: Elex Media Komputindo.

HeilderbergCement Group. (2018). *Laporan Tahunan PT Indocement Tunggal Prakarsa Tbk 2018* (Rep.). Indonesia.

HeilderbergCement Group. (2019). *Laporan Tahunan PT Indocement Tunggal Prakarsa Tbk 2019* (Rep.). Indonesia.

Krishnamurti, C., & Vishwanat S. R. (2008). *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructuring.* Singapore: SAGE Publications Asia-Pacific Pte Ltd

Otoritas Jasa Keuangan. (2020). *Data SBDK Juli 2018 – Februari 2020* (Rep.). Indonesia.

Pratt, S. P., & Niculita, A. V. (2008). *Valuing a business: The analysis and appraisal of closely held companies*. New York, NY: McGraw Hill.

PT Semen Baturaja (Persero) Indonesia. (2018). *Laporan Tahunan PT Semen Baturaja (Persero) Tbk 2018* (Rep.). Indonesia.

PT Semen Baturaja (Persero) Indonesia. (2019). *Laporan Tahunan PT Semen Baturaja (Persero) Tbk 2019* (Rep.). Indonesia.

Semen Indonesia Group. (2015). *Laporan Tahunan PT Semen Indonesia (Persero) Tbk 2014* (Rep.). Indonesia.

Semen Indonesia Group. (2016). *Laporan Tahunan PT Semen Indonesia (Persero) Tbk 2015* (Rep.). Indonesia.

Semen Indonesia Group. (2017). *Laporan Tahunan PT Semen Indonesia (Persero) Tbk 2016* (Rep.). Indonesia.

Semen Indonesia Group. (2018). *Laporan Tahunan PT Semen Indonesia (Persero) Tbk 2017* (Rep.). Indonesia.

Semen Indonesia Group. (2019). *Laporan Tahunan PT Semen Indonesia (Persero) Tbk 2018* (Rep.). Indonesia.

Semen Indonesia Group. (2020). *Laporan Tahunan PT Semen Indonesia (Persero) Tbk 2019* (Rep.). Indonesia.

Sherman, A. J., & Milledge A. H. (2006). *Mergers and Acquisitions from A to Z.* New York, NY: AMACOM

World Bank. (2020). *Global Economic Prospects: Slow Growth, Policy Challenges* (Rep.). Indonesia.

2. Jurnal, Skripsi, dan Karya Tulis Lainnya

Anand, J., & Lee, Y. (n.d.). Acquisition strategy acquisition capability. *The Palgrave Encyclopedia of Strategic Management*.

Borodin, A., Sayabek, Z. S., Islyam, G., & Panaedova, G. (2020). Impact of *merger*s and acquisitions on companies' financial performance. *Journal of International Studies*, *13*(2).

Budiarti R. (2018). Analisis dan Rekomendasi atas Kebijakan *Merger* dan Holdingisasi (Akuisisi) Perusahaan Tambang Milik Negara dengan Valuasi Nilai Perusahaan (Studi Kasus pada Empat Perusahaan Tambang Milik Negara).

Budiwati, I. K., Indrayono, Y., Ilmiyono, A. F., & Saleh, R. (2019). Analisis Pengaruh Likuditas dan Struktur Modal Perusahaan Akuisitor Sebelum Dan Setelah Akuisisi terhadap Nilai Perusahaan (Studi Kasus pada Perusahaan Sektor Properti yang Terdaftar di BEI). *Jurnal Online Mahasiswa (JOM) Bidang Akuntansi*, *5*(5).

Eni, N., & Yusuf, A. (2016). Perbandingan Kinerja Akuntansi Perusahaan Sebelum dan Sesudah *Merger* dan Akuisisi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Akuntansi Universitas Muhammadiyah Kupang*, *3*(03), 62-75.

Firdaus, G. R., & Dara, S. R. (2020). Analisis Perbandingan Kinerja Keuangan sebelum dan Sesudah Melakukan Akuisisi dan *Merger* pada Perusahaan Non Keuangan. *AKURASI: Jurnal Riset Akuntansi dan Keuangan*, *2*(2), 63-74.

Inayah, R., Ruliana, T., & Effendi, M. (2020). Analisis Profitabilitas dan Nilai Pasar PT Astra Internasional Tbk Sebelum dan Sesudah Akuisisi. *EKONOMIA*, *8*(5), 193-202.

Lim, J., & Ruslim, H. (2020). Analisis Perbedaan Kinerja Keuangan Perusahaan Pengakuisisi Sebelum Dan Sesudah Akuisisi Periode 2012-2017. *Jurnal Manajerial Dan Kewirausahaan*, *2*(1), 282-289.

Mahendra, I. (2015). Analisa Penerimaan Pengguna Sistem Informasi Koperasi Pada Koperasi Karyawan Budi Setia Jakarta Dengan Technology Acceptance Model. *Jurnal Pilar Nusa Mandiri*, *11*(1), 70-80.

Melati, M., & Siwi, D. F. R. (2020). Analisis Perbandingan Kinerja Financial PT Astra Internasional Tbk Pasca Akuisisi terhadap PT General Electric Services. *Oikonomia: Jurnal Manajemen*, *15*(2).

Nober, S. R. R. P., & Puspitasari, V. A. (2020). Analisis Harga Saham dan Return Saham Pada Anak Perusahaan PT Indonesia Asahan Aluminium

Sebelum dan Sesudah Akuisisi PT Freeport Indonesia. *Jurnal Pasar Modal dan Bisnis*, *2*(2), 233-244.

Nurhayati, E. (2009). Metode Penilaian Bisnis (Business Valuation) dalam Merger dan Akuisisi Suatu Perusahaan. *Universitas Padjajaran, Bandung*.

Orniati, Y. (2009). Laporan Keuangan sebagai Alat untuk Menilai Kinerja Keuangan. *Jurnal ekonomi bisnis*, *14*(3), 206-213.

Pachulia, O. (2018). Impact of *Merger*s and Acquisitions on Corporate Performance: A Case study of Silknet Company. *Ecoforum Journal*, *7*(3).

Wibowo, L. A., & Hamdani, D. (2020). Penciptaan Nilai Perusahaan: Spesial Isu *Merger* dan Akuisisi Perusahaan Publik di Indonesia. *Fair Value: Jurnal Ilmiah Akuntansi dan Keuangan*, *3*(1), 85-93.

Wiriastari, R., & MAHFUD, M. K. (2010). *Analisis Dampak Pengumuman Merger dan Akuisisi terhadap Return Saham Perusahaan Akuisitor yang Terdaftar di BEI tahun 2004-2008* (Doctoral dissertation, Universitas Diponegoro).

3. Peraturan Perundang-undangan

Surat Edaran Nomor SE-54/PJ/2016, tentang *Petunjuk Teknis Penilaian Properti, Penilaian Bisnis, dan Penilaian Aset Takberwujud untuk Tujuan Perpajakan.*

Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 25 Tahun 2007, tentang *Perseroan Terbatas.*

Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 68/PJOK.04/2017, tentang *Penilai yang Melakukan Kegiatan di Pasar Modal.*