PKN
Jurnal Pajak dan Keuangan Negara

PENILAIAN EKUITAS PADA RENCANA AKUISISI PT LINK NET TBK OLEH PT MNC VISION NETWORKS

Muhammad Arif Ramadhan
Direktorat Jenderal Pajak

Ferry Irawan
Politeknik Keuangan Negara STAN
Alamat Korespondensi: ferry.irawan@pknstan.ac.id

INFORMASI ARTIKEL

Diterima Pertama
[15 01 2021]

Dinyatakan Diterima
[10 02 2021]

KATA KUNCI:
Valuation, Acquisition, Telecommunication Sector.
Penilaian, Akuisisi, Sektor Telekomunikasi

KLASIFIKASI JEL:
D46, E37

ABSTRAK

This research aims to do a valuation to PT Link Net Tbk that is planned to be acquired by PT MNC Vision Networks Tbk in the end of 2019. The valuation of equity in this acquisition will be achieved via two out of three valuation approaches that is commonly used in business valuation. The valuation is done according to SE-54/PJ/2016 and Indonesia's Valuation Standard (KEPI & SPI). The value achieved will be used to provide a personal recommendation to the companies involved.

Penelitian ini bertujuan untuk melakukan penilaian terhadap ekuitas perusahaan PT Link Net Tbk yang direncanakan akan diakuisisi oleh PT MNC Vision Networks Tbk pada akhir tahun 2019. Penilaian dilakukan menggunakan dua dari tiga pendekatan penilaian yang berlaku dalam penilaian bisnis. Penilaian dilakukan berdasarkan peraturan penilaian yang berlaku pada SE-54/PJ/2016 dan Standar Penilaian Indonesia (KEPI & SPI). Nilai yang dihasilkan akan dijadikan acuan untuk memberikan rekomendasi pribadi kepada perusahaan.

1. PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

PT MNC Vision Networks (IPTV) telah menyampaikan niatnya untuk melakukan pengambilalihan atau akuisisi terhadap PT Link Net Tbk (LINK) pada akhir tahun 2019. IPTV dan LINK adalah dua perusahaan yang bergelut dalam sektor media. Perbedaan utama antara kedua perusahaan tersebut terletak pada penguasaan pangsa pasar. IPTV merupakan perusahaan media yang memiliki *market share* atau proporsi pelanggan jasa TV berlangganan yang tinggi, hal tersebut ditunjukkan dengan adanya 180 macam kanal reguler dan 50 kanal premium yang dikuasai oleh perusahaannya dan juga K Vision (salah satu anak usaha IPTV), IPTV juga memiliki tingkat pertambahan pelanggan sebesar 150.000 pelanggan per bulan. Sementara itu, LINK memiliki *market share* pelanggan yang substansial di pulau Jawa dan Bali, terlebih lagi LINK memiliki keunggulan khusus pada layanan internetnya yang terkenal stabil dan konsisten. Penggabungan LINK dan IPTV akan menghasilkan kolaborasi perusahaan media raksasa yang dapat melayani sektor televisi berlangganan dan juga menjadi penyedia jasa akses internet dengan layanan yang andal dan jangkauan bisnis yang luas. IPTV sudah mengungkapkan keinginannya untuk memperoleh PT Link Net Tbk melalui *term sheet* untuk aksi korporasi berupa akuisisi terhadap PT Link Net Tbk.

Aksi korporasi akuisisi merupakan peristiwa yang sering terjadi pada dunia bisnis. Akuisisi sendiri berarti pengambilalihan kepemilikan perusahaan oleh pihak pengakuisisi sehingga mampu mengakibatkan berpindahnya kendali atas perusahaan yang diakuisisi[1]. Besarnya implikasi dari aksi korporasi ini mengharuskan adanya kalkulasi yang baik dari perusahaan yang terlibat. Salah satu cara untuk menghasilkan kalkulasi yang baik adalah dengan melakukan penilaian atas ekuitas perusahaan yang hendak diakuisisi.

Penilaian dalam dunia bisnis dikenal dengan nama "penilaian bisnis". Penilaian bisnis sekilas adalah proses menentukan estimasi nilai suatu entitas bisnis dalam menghasilkan keuntungan (*profit*)[2]. Berbeda dengan penilaian pada umumnya, penilaian bisnis tidak hanya mengestimasi nilai (*value*) bisnis berdasarkan tujuannya untuk mendapat keuntungan, namun juga bagaimana entitas bisnis secara keseluruhan menghasilkan keuntungan. Demi menghasilkan nilai yang representatif, penilaian bisnis membutuhkan pengertian dan analisis yang detail terkait bisnis yang dinilai, industri di mana bisnis tersebut beroperasi, dan kondisi ekonomi lokal dan nasional (Smith, 2012). Maka, sebelum melakukan penilaian, ada beberapa analisis yang harus dipertimbangkan.

Analisis yang akan diterapkan pada tulisan ini adalah analisis Porter's Five Forces, analisis SWOT, dan analisis Lifecycle of a Business. Tiap analisis akan mempertimbangkan kondisi bisnis dari sudut pandang ekonomi makro dan mikro, kompetitor bisnis, kondisi industri, fase pertumbuhan bisnis, dan beberapa aspek lainnya yang dapat menjadi petunjuk peilaian bisnis. Ketiga analisis tersebut akan menjadi basis utama asumsi yang digunakan dalam penilaian ekuitas pada tulisan ini.

Penilaian bisnis berupa penilaian ekuitas akan memberi gambaran kisaran nilai ekuitas perusahaan berupa kepemilikan atau saham perusahaan. Nilai atas ekuitas nantinya akan menjadi dasar sebagai rekomendasi atas akuisisi LINK oleh IPTV. Penilaian yang optimal dilakukan menggunakan tiga pendekatan, yaitu pendekatan pendapatan, data pasar, dan aset.

2. KERANGKA TEORI

2.1. Aksi Korporasi Akuisisi

Mengacu pada kamus bisnis (*Business Dictionary,* 2020), aksi korporasi (*Corporate Action*) adalah segala aksi yang dilakukan oleh perusahaan yang memiliki dampak terhadap pemegang saham. Akuisisi atau acquisition adalah salah satu aksi korporasi yang dapat digunakan oleh suatu perusahaan untuk melakukan ekspansi usaha tanpa perlu memulai usaha tersebut dari awal.

Menurut PSAK (Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan) No. 22 Tahun 2010, Akuisisi adalah "Bentuk pengambilalihan kepemilikan perusahaan oleh pihak pengakuisisi (*acquirer*), sehingga mampu dalam mengakibatkan berpindahnya kendali atas perusahaan yang diambil alih (*acquiree*) tersebut". Akuisisi akan terjadi bila perusahaan pengakuisisi memperoleh kontrol mayoritas pada perusahaan yang diakuisisi, umumnya ini berbentuk mayoritas kontrol saham atau sekitar >50% saham perusahaan acquiree. Kendali perusahaan yang dimaksud adalah kekuatan untuk mengatur kebijakan keuangan dan operasi perusahaann, mengangkat dan memberhentikan manajemen, serta mendapat hak suara mayoritas dalam rapat redaksi.

Akuisisi dapat terjadi secara damai (friendly) atau karena paksaan (*hostile*). Roberts et al. (2003) berpendapat bahwa akuisisi yang terjadi secara damai berarti perusahaan yang hendak diakuisisi secara sukarela menawarkan diri untuk diakuisisi. Hal tersebut dapat terjadi karena perusahaan acquiree melihat aksi korporasi akuisisi tersebut sebagai oportunitas baru untuk mengembangkan bisnis dan memanfaatkan sumber daya yang ditawarkan perusahaan acquirer.

[1] Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan No. 22
[2] Standar Penilaian Indonesia (SPI & KEPI 2018)

untuk diakuisisi demi menggandakan laju perkembangan bisnisnya.

Hanson (2016) menyimpulkan bahwa aksi korporasi akuisisi terlaksanakan dengan hasil yang berbeda. Menurut Hanson, tujuan akuisisi yang berbeda-beda untuk tiap perusahaan menyebabkan terciptanya konsekuensi akuisisi yang berbeda-beda pula. Ada empat klasifikasi dari hasil (konsekuensi) terjadinya akuisisi:

1) Akuisisi Horizontal (*Horizontal Acquisition*)
2) Akuisisi Vertikal (*Vertical Acquisition*)
3) Akuisisi Konglomerat (*Conglomerate Acquisition*)
4) Akuisisi Konsentris (*Concentric Acquisition*)

Akuisisi LINK termasuk ke dalam akuisisi konsentris, yaitu akuisisi yang terjadi antara dua perusahaan yang beroperasi pada dua sektor industri yang tidak berkaitan (berbeda) atau berkaitan secara tidak langsung

2.2. Penilaian Bisnis

Menurut Surat Edaran Direktur Jenderal Pajak Nomor SE-54/PJ/2016 tentang Petunjuk Teknis Penilaian Properti, Penilaian Bisnis, dan Penilaian Aset Tak Berwujud untuk Tujuan Perpajakan, penilaian adalah serangkaian kegiatan untuk menentukan besaran suatu jenis nilai tertentu pada suatu saat tertentu yang dilaksanakan secara objektif dan profesional berdasarkan suatu standar penilaian dalam rangka melaksanakan ketentuan peraturan perundang-undangan perpajakan, atas suatu konsep hukum yang mencakup kepentingan, hak dan manfaat yang berkaitan dengan suatu kepemilikan atas properti.

Penilaian bisnis (*business valuation*) adalah proses menentukan estimasi nilai suatu entitas bisnis. Menurut SPI edisi VII tahun 2018, suatu bisnis adalah kegiatan komersial, industrial, jasa atau investasi. Berdasarkan definisi tersebut dapat dipetik tujuan dari mayoritas bentuk bisnis, yaitu untuk memperoleh keuntungan atau profit. Perbedaan penilaian bisnis dan penilaian lainnya tidak hanya terletak pada tujuannya mendapatkan keuntungan, namun bagaimana keseluruhan entitas bisnis dalam menghasilkan keuntungan.

Surat Edaran Dirjen Pajak Nomor SE 54/PJ/2016 juga menjelaskan bahwa penilaian bisnis dapat diartikan sebagai suatu proses untuk mengestimasi nilai pasar dari suatu kelangsungan bisnis (*going concern*), termasuk berbagai kepentingan dan kepemilikan (*business ownership interest*), serta transaksi dan kegiatan yang memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Going concern berarti bisnis berada pada kondisi yang akan terus berjalan hingga waktu yang tidak ditentukan pada tingkat pertumbuhan tertentu yang diasumsikan konstan. Sebaliknya, liquidating business berarti kondisi bisnis yang tidak memungkinkan untuk berkembang, sehingga bisnis berada pada kondisi menurun dan bahkan akan gulung tikar. Dua premis ini dapat membantu menentukan tujuan atau goal dari penilaian yang akan dilakukan.

Smith (2012) berpendapat bahwa penilaian bisnis membutuhkan pengertian dan analisis yang detail terkait bisnis yang dinilai, industri di mana bisnis tersebut beroperasi, dan kondisi ekonomi lokal dan nasional. Untuk dapat melakukan seluruh analisis dan pertimbangan tersebut, perlu dilakukan pengumpulan data terkait entitas bisnis yang akan dinilai dan juga terkait variabel-variabel luar/lingkungan bisnis yang dapat mempengaruhi kinerja bisnis. Semakin banyak variabel relevan yang dijadikan acuan dalam penilaian bisnis, dapat menghasilkan nilai bisnis yang lebih akurat pula.

2.2.1 Pendekatan dalam Penilaian Bisnis

Menurut KEPI dan SPI 2018, Pendekatan penilaian (*valuation approaches*) adalah metode yang digunakan untuk mendapatkan suatu nilai. Pendekatan penilaian digunakan dengan memerhatikan tujuan ataupun batasan atas suatu penilaian yang hendak dilakukan. Prosedur penilaian bisnis dilakukan menggunakan pendekatan penilaian yang umum dipakai pada penilaian lainnya, yaitu pendekatan aset, data pasar, dan pendekatan pendapatan.

KEPI dan SPI 2018 menjelaskan bahwa pendekatan pasar adalah pendekatan yang memperoleh nilai dengan membandingkan perusahaan yang dinilai terhadap perusahaan sebanding, kepentingan kepemilikan perusahaan dan surat berharga yang diperjualbelikan di pasar dan juga transaksi yang relevan atas saham perusahaan yang sebanding. Transaksi sebelumnya atau penawaran atas komponen perusahaan juga dapat dijadikan indikasi nilai.

Pendekatan pendapatan merupakan pendekatan penilaian yang dilakukan dengan memproyeksikan pendapatan ekonomis objek penilaian untuk beberapa masa ke depan, yang kemudian didiskon dengan tingkat diskonto tertentu untuk mendapatkan nilai pasar objek penilaian (Budiarti, 2018). Tingkat diskonto (*discount rate*) ialah suatu tingkat imbal balik untuk mengonversikan estimasi pendapatan selama masa proyeksi menjadi nilai sekarang (*present value*), yang mencerminkan nilai waktu dari uang (*time value of money*) dan ketidakpastian atau risiko atas realisasinya pendapatan ekonomi.

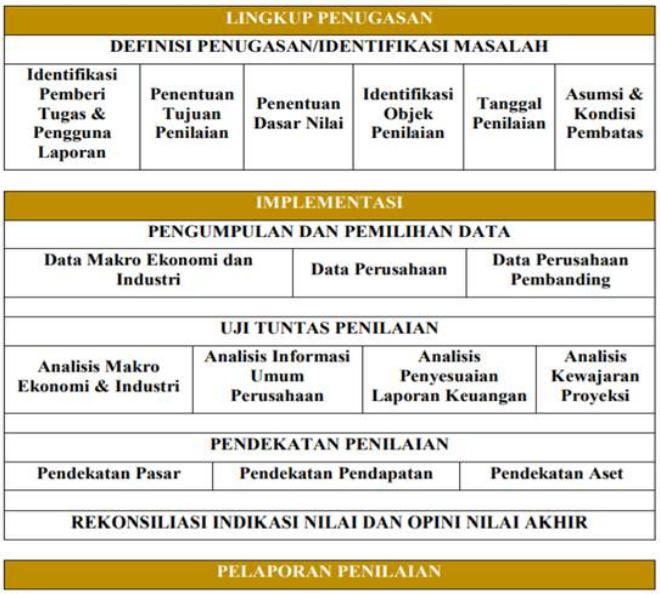
Pendekatan Aset (*Asset Based Approach*) adalah pendekatan penilaian berdasarkan laporan keuangan historis objek penilaian yang telah diaudit, di mana seluruh aset dan liabilitas disesuaikan menjadi nilai pasar wajar (NPW) atau nilai pasar (NP) sesuai dengan

premis nilai yang digunakan dalam penilaian bisnis[3]. Pendekatan Aset dapat digunakan untuk memperoleh indikasi nilai dari nilai suatu perusahaan, nilai dari modal yang diinvestasikan (*invested capital*), nilai dari struktur permodalan (*capital structure*), maupun nilai aset bersih perusahaan (ekuitas).

2.2.2 Alur Penilaian Bisnis

Seluruh jenis penilaian memiliki alur atau langkah yang harus dilakukan seorang penilai agar nilai yang dihasilkan dapat dipertanggungjawabkan. Penilaian bisnis memiliki alur yang relatif sama dengan penilaian pada umumnya, perbedaannya terletak pada penggunaan istilah-istilah yang spesifik untuk penilaian bisnis, seperti: pengumpulan data ekonomi makro dan mikro dan pengumpulan data perusahaan pembanding. Berikut adalah gambar alur penilaian bisnis dalam KEPI & SPI.

Gambar 1. Alur Penilaian Bisnis



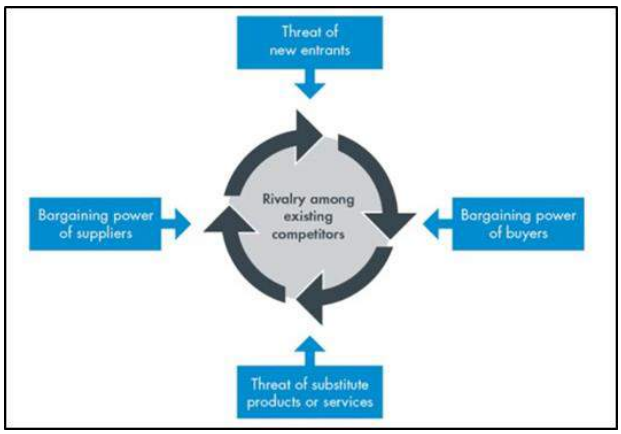
Sumber: KEPI dan SPI edisi VII (2018)

2.3. Analisis Entitas Bisnis

Damodaran (2014) dalam salah satu kelas daringnya menyatakan bahwa suatu valuasi bisnis membutuhkan prediksi yang tajam terkait prospek bisnis suatu entitas dan mempertimbangkan seluruh kemungkinan terbaik dan terburuk (*best and worst case scenario*). Maka dari itu, penilaian dalam penilaian bisnis harus memiliki landasan yang kuat agar dapat menghasilkan proyeksi, prediksi dan/atau ekspektasi atas prospek bisnis yang dapat dianggap akurat, wajar, dan akuntabel. Untuk memperoleh landasan atau pondasi asumsi tersebut, penilai bisnis dapat mengimplementasi beberapa bentuk analisis bisnis seperti analisis *Porter's five Forces*, analisis Life Cycle Cost (LCC), dan analisis SWOT (*Strenght, Weakness, Opportunity, Threat*). Hasil analisis tersebut akan disimpulkan guna menentukan kondisi bisnis saat ini dan proyeksinya di masa yang akan datang, di mana proyeksi tersebut dapat bersifat optimistik, netral, ataupun pesimistik.

Porter's five Forces Model adalah suatu model yang diciptakan oleh Michael Porter, seorang ahli dan profesor di Harvard Univeristy pada tahun 1979 yang bertujuan untuk menggambarkan kerangka sebagai analisis pengembangan suatu bisnis. Analisis ini mencakup lima hal yang dapat menentukan tingkat persaingan dan daya tarik pasar dalam suatu industri. Daya tarik ini mereferensikan profitabilitas industri secara keseluruhan. Berikut adalah kerangka *Porter's five forces.*

Gambar 2. Kerangka Porter's Five Forces



Sumber: binus.ac.id, "Analisis 5 Porters Model Dalam Entrepreneurship" (2016)

Analisis SWOT yang juga disebut matriks SWOT merupakan salah satu bentuk analisis perencanaan strategis yang digunakan oleh bisnis dan organisasi untuk menciptakan tujuan bisnis yang jelas, di mana unsur dengan efek baik ataupun buruk terhadap bisnis akan diidentifikasi dan ditangani (Osita *et al.*,2014). Analisis ini diperlukan agar perusahaan dapat menentukan strategi yang akan dilakukan perusahaan. Baik strategi promosi, strategi penjualan dan lainnya.

[3] Surat Edaran Dirjen Pajak Nomor SE-54/PJ/2016

Gambar 3. Kuadran SWOT

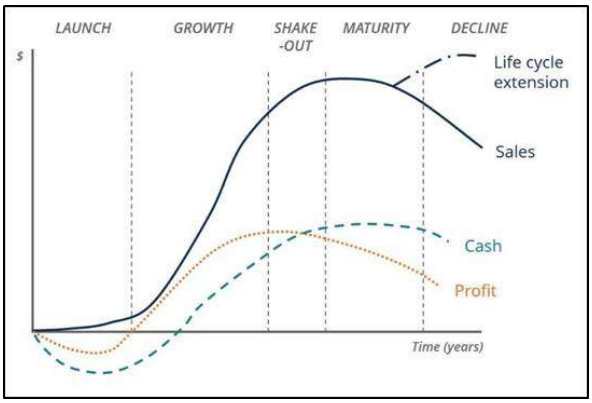
FACTOR	Opportunities (External Positive)	Threats (External Negative)
Strengths (Internal Positive)	**Strength-Opportunity Strategies** Kekuatan perusahaan yang mana, yang bisa dimaksimumkan untuk memenuhi kesempatan yang teridentifikasi	**Strength-Threats Strategies** Bagaimana manajemen bisa memanfaatkan kekuatan/ kelebihan dari perusahaan untuk meminimumkan ancaman yang ada
Weaknesses (Internal Negative)	**Weakness-Opportunity Strategies** Kegiatan apa yang dapat diambil manajemen untuk meminimumkan kelemahan dengan menggunakan kesempatan yang teridentifikasi	**Weakness-Threats Strategies** Bagaimana manajemen meminimumkan potensi kerugian atau menghindarinya atas kelemahan dan ancaman yang terjadi pada perusahaan secara bersamaan

Sumber: Kearns, Kevin P. (1992), diolah

Menurut CFI Education Team (2015) pada artikel Corporate Finance Institute, analisis *Life Cycle of a Business* (Siklus Hidup Bisnis) merupakan analisis yang digunakan untuk menentukan posisi bisnis pada klasifikasi siklus hidup suatu bisnis. Analisis ini membantu dalam menentukan strategi bisnis yang tepat berdasarkan posisi di siklus bisnis, melakukan penyesuaian penilaian atas biaya dan pendapatan non-operasional bisnis, serta membantu dalam memproyeksikan pertumbuhan pendapatan dan *free cash flow* pada metode pendekatan pendapatan DCF (*Discounted Cash Flow*).

Berikut adalah gambar siklus bisnis dengan kondisi umum keuntungan (*profit*) dan uang kas (*cash*) pada masing-masing tingkatan siklus.

Gambar 4. Daur Hidup Bisnis (*Life Cycle of a Business*)



Sumber: *Corporate Finance Institute* (2018)

Fase *launch* atau *startup* adalah posisi awal bisnis didirikan, umumnya membutuhkan modal yang besar dan memiliki kegiatan bisnis yang lamban bahkan merugi di awal. Fase *growth* adalah fase di mana bisnis mengalami pertumbuhan yang pesat dan margin keuntungan yang besar dalam kegiatan bisnisnya. Fase *shake-out* dan *maturity* adalah fase di mana bisnis mulai mengalami margin *profit* yang tipis dan stagnan, namun sudah memiliki penggumpalan uang kas yang cukup dari keuntungan sebelumnya. Pada akhirnya, bisnis dapat bercabang menuju dua opsi siklus bisnis, yaitu *rebirth* atau *decline. Rebirth* adalah kondisi di mana bisnis dapat mengembangkan dan menghidupkan kembali bisnisnya, fase ini akan mengulangi siklus bisnis menjadi bentuk *launch* namun pada konstanta grafik yang lebih tinggi (sehingga siklus dapat terus naik hingga *infinity*). Sementara *decline* adalah fase di mana bisnis gagal bangkit kembali dan mulai mati.

2.4. Komponen Penilaian Bisnis

Ada beberapa komponen yang akan digunakan untuk menghasilkan nilai menggunakan pendekatan pasar (*Market Based Approach*) dan pendekatan pendapatan (*Income Approach*). Berikut adalah penjabaran komponen tersebut:

2.4.1. Tingkat Diskonto

Tingkat diskonto (*Discount Rate*) adalah tingkat pengembalian yang digunakan untuk mengonversikan jumlah arus kas yang dikeluarkan atau diterima di masa yang akan datang menjadi nilai kini atau *present value* (Budiarti, 2018). Secara teori, tingkat diskonto harus merefleksikan *opportunity cost* dari modal, yaitu tingkat pengembalian modal yang dapat diperoleh atau dihasilkan apabila ditempatkan untuk penggunaan lain dengan risiko yang sama (KEPI dan SPI, 2018). Tingkat diskonto pada penilaian ini diperoleh menggunakan metode *Weighted Average Cost of Capital* (WACC).

Tingkat diskonto dikalkulasi dengan menghitung biaya modal yang dipergunakan dalam pendekatan pendapatan dengan mempertimbangkan aspek-aspek seperti biaya utang jangka pendek maupun jangka panjang pinjaman (*Cost of Debt*/COD) harus menggunakan data tingkat bunga yang dikeluarkan oleh bank pemerintah, biaya ekuitas saham preferen harus menggunakan dividen yang mencerminkan tingkat dividen pasar.

2.4.2. Tingkat Kapitalisasi

Tingkat kapitalisasi adalah angka pembagi (*divisor*) yang berguna untuk mengonversi suatu titik keuntungan ekonomis bisnis menjadi nilai bisnis (KEPI dan SPI, 2018). Suatu titik (*single point*) yang dimaksud adalah saat suatu entitas bisnis atau objek penilaian dianggap akan mengalami pertumbuhan yang dianggap konstan. Tingkat kapitalisasi nantinya akan digunakan untuk mengapitalisasikan pendapatan.

Metode kapitalisasi pendapatan adalah proses di mana arus kas periode kekal dikapitalisasikan menggunakan tingkat kapitalisasi. Periode kekal akan muncul setelah hasil proyeksi mencapai titik pertumbuhan tetap. Setelah proyeksi mencapai titik tersebut maka nilai akhir dapat dihitung (*terminal value*). Untuk penilaian ini, *terminal value* ditentukan setelah 5 periode proyeksi, yaitu tahun 2024.

2.4.3. *Premium for Control* dan *Discount for Lack of Marketablity* (PFC dan DLOM)

Keputusan ketua badan pengawas pasar modal dan lembaga keuangan KEP-196/BL/2012 menyatakan bahwa dalam menentukan kesimpulan nilai akhir atas objek penilaian, Penilai wajib mempertimbangkan Diskon Likuiditas Pasar (DLOM) dan Premi Pengendalian (PFC) atau Diskon Pengendalian. Penilaian atas akuisisi ini akan mempertimbangkan diskon likuiditas pasar karena tingkat likuiditas jual beli saham di bursa akan mempengaruhi perspektif nilai, dan juga premi pengendalian karena dalam akuisisi akan terjadi pengalihan pengendalian dimana pengendalian adalah nilai lebih bagi pihak pengakuisisi.

3. METODE PENELITIAN

Penelitian dan penulisan artikel ini mengumpulkan data dan informasi menggunakan metode penelitian kualitatif dengan pendekatan studi kepustakaan *(library research)*. Menurut Arikunto (2006) studi pustaka adalah metode pengumpulan data dengan mencari informasi melalui buku, majalah, koran, maupun literatur lainnya yang bertujuan untuk menciptakan suatu landasan teori. Agar dapat menjelaskan aksi korporasi akuisisi dan melakukan praktik penilaian bisnis dengan benar dan akurat, penulis akan melakukan penelaahan terhadap berbagai literatur, artikel, maupun sumber data cetak atau elektronik lainnya yang terkait dan relevan. Kompilasi dari seluruh literatur ini kemudian disaring dan disusun sehingga dapat dipetik data dan informasi yang paling lengkap untuk dijadikan landasan teori dan dasar pembahasan dalam penulisan artikel ini.

4. HASIL PENELITIAN

4.1. Hasil Analisis Entitas Bisnis

Analisis yang dilakukan terhadap entitas bisnis PT Link Net Tbk yang direncanakan untuk diakuisisi oleh PT MNC Vision Networks didasarkan pada informasi yang tersedia untuk publik. Informasi yang dimaksud diperoleh dari berbagai sumber yang dianggap kredibel dan terpercaya. Berikut adalah hasil analisis yang telah diperoleh untuk entitas bisnis PT Link Net Tbk.

4.1.1. Analisis *Porter's five Forces*

Penulis menyimpulkan analisis ini berdasarkan data kolektif yang dikumpulkan dari berbagai sumber bacaan seperti jurnal, artikel, *public release* perusahaan, dan juga sumber informasi lainnya baik *online* maupun *offline*. Analisis ini dilakukan untuk mengetahui posisi perusahaan di antara pesaing-pesaingnya (kompetitor) dan juga menentukan strategi apa yang sebaiknya dilakukan perusahaan agar dapat mengekspansi usahanya. Hasil analisis *Porter's five Forces* atas PT Link Net Tbk (LINK) adalah sebagai berikut:

a) *Threat of New Entrants* (Ancaman dari Pendatang Baru)

Pada sektor telekomunikasi dan penyediaan jasa akses internet, persaingan dari kompetitor baru selalu bertambah. Halangan bagi pendatang baru (*Barriers to entry*) di sektor ini hampir tidak ada, buktinya perusahaan-perusahaan yang awalnya tidak memiliki bisnis pada sektor lain sudah mulai banyak beralih fokus bisnis ke sektor ini (EXCL, ISAT, dan perusahaan seluler lainnya dengan jasa berupa akses internet melalui modem). Dari segi modal yang dibutuhkan, sektor ini dapat dikatakan membutuhkan modal yang menengah. Modal untuk masuk ke dalam sektor ini umumnya digunakan untuk membeli hak-hak atas infrastruktur internet dan satelit agar dapat menawarkan layanan jasa masing-masing. Tantangan berikutnya adalah loyalitas atau kesetiaan pelanggan terhadap merek bisnis. Di sektor ini, transisi pelanggan dari kompetitor sangat mudah terjadi, sehingga tiap pelaku bisnis harus selalu berinovasi untuk menawarkan layanan dan harga yang kompetitif. Sementara itu, perizinan dari pemerintah untuk sektor ini tidak terlalu restriktif. Jadi, sektor ini memiliki ancaman yang menengah dari datangnya pendatang/kompetitor baru.

b) *Bargaining Power of Buyers* (Daya Tawar Pelanggan)

Daya tawar konsumen pada sektor ini sangat signifikan, konsumen memiliki kekuatan yang besar untuk mempengaruhi harga dan layanan yang diberikan. Jumlah konsumen pada sektor ini terus meningkat, tercatat jumlah pengguna internet pada tahun 2019 adalah sekitar 107,2 juta jiwa (Badan Pusat Statistika, 2020) dan terus bertambah. Selain itu, informasi terkait layanan pada bisnis ini sangat mudah diakses oleh konsumen, membuat pembandingan layanan antar tiap kompetitor bisnis mudah dilakukan. Hingga saat ini, konsumen dapat memilih substitusi dengan mudah, First Media (layanan *Internet Service Provider*/ISP LINK) bersaing dengan layanan seperti Biznet, XL Home, GIG Fiber, IndiHome, dan lainnya di dalam sektor ini. Kekuatan daya tawar konsumen juga ditambah dengan kompetisi yang ada pada sektor ini, saat ini kompetitor sektor telekomunikasi dan jasa internet sudah menawarkan layanan seperti kecepatan internet hingga 1 Gbps dan kanal televisi dengan kualitas 4K.

c) *Threat of Substitute Product* (Ancaman Produk Substitusi)

Untuk layanan internet yang disediakan oleh LINK, tidak ada substitusi produk yang signifikan. Substitusi utama terhadap layanan LINK adalah layanan televisi berlangganannya. Layanan *online streaming* seperti Youtube, Netflix dan Hulu adalah substitusi terbesar untuk layanan televisi berbayar milik LINK. Konsumen cenderung lebih memilih *online streaming* yang membutuhkan perangkat yang lebih sedikit dan lebih mudah diakses. Sehingga dapat disimpulkan bahwa ancaman substitusi pada sektor ini tidak terletak pada layanan akses internet, tetapi layanan televisi berbayar.

d) *Bargaining Power of Supplier* (Daya Tawar Pemasok)

Aspek ini adalah aspek yang dapat dikatakan hampir tidak ada pada sektor telekomunikasi dan jasa akses internet. Akses internet yang diberikan ISP merupakan sumber daya yang secara esensial tidak terbatas. ISP dalam memperoleh haknya untuk menyediakan akses internet membayarkan biaya *upkeep* (pemeliharaan) penyediaan *network* (jaringan) internet. Sehingga, pemasok atau *supplier* tidak begitu memiliki daya tawar yang signifikan terhadap bisnis.

e) *Rivalry among Competitors* (Persaingan dengan Kompetitor)

Kompetitor LINK di sektor telekomunikasi dan penyedia jasa internet berjumlah lumayan banyak. Kompetisi ini disebabkan banyaknya substitusi lain yang tersedia di pasar untuk memenuhi kebutuhan telekomunikasi dan jasa internet. Pada sektor ini, keberagaman layanan antara LINK dan kompetitornya dapat dikatakan monoton. Tiap kompetitor berusaha memberi variasi layanan, namun kerap berputar antara kecepatan internet, jumlah kanal televisi, dan juga harga tiap paket layanan. Industri yang digeluti oleh LINK memiliki fokus usaha untuk mendapatkan subskripsi (pelanggan) layanan sebanyak-banyaknya. Oleh karena itu, kompetitor pada industri ini bersaing untuk menawarkan harga subskripsi layanan yang terjangkau dan layanan yang efisien.

First Media (nama layanan penyediaan internet LINK) adalah salah satu penyedia jasa akses internet yang sudah dikenal luas, terutama di Ibu kota Indonesia. Jika dibandingkan dengan layanan ISP lainnya di Pulau Jawa, First Media adalah ISP yang paling dikenal tingkat kestabilannya. Beberapa ulasan atas jasa ISP dapat ditemukan di situs ulasan yang tersedia *online*, ulasan yang diberikan untuk First Media rata-rata menunjukkan kepuasan pelanggan terhadap kestabilan kecepatan internet yang disediakan First Media. Selain itu, layanan *Homecable* atau televisi berlangganan First Media menyediakan 205 kanal dengan kualitas hingga 4K bagi pelanggannya, salah satu jumlah kanal terbanyak dan kualitas terbaik dibanding kompetitornya. Biaya yang akan dikeluarkan oleh pelanggan yang hendak bertukar layanan dengan kompetitor bisnis pada sektor ini dapat dikatakan mudah. Pasalnya infrastruktur pelayanan seperti kabel dan satelit umumnya digunakan bersama oleh tiap kompetitor. Meski demikian, pelanggan kompetitor yang ingin pindah layanan ke LINK juga akan sama-sama mudah.

Industri telekomunikasi dan penyediaan jasa internet merupakan salah satu industri yang bertumbuh cepat di Indonesia. Selain itu, industri ini juga tumbuh beriringan dengan perkembangan dan penyebaran teknologi. Populasi Indonesia yang meningkat dengan pesat, terutama di Pulau Jawa dan Bali yang menjadi basis operasi LINK, serta transisi teknologi internet yang kini menjadi kebutuhan primer menjamin pertumbuhan industri yang stabil di masa yang akan datang.

4.1.2. Analisis SWOT

Penulis menyimpulkan analisis ini berdasarkan data kolektif yang dikumpulkan dari berbagai sumber bacaan seperti jurnal, artikel, *public release* perusahaan, dan juga sumber informasi lainnya baik *online* maupun *offline*.

a) Kekuatan (*Strength*)

Strength adalah keunggulan perusahaan yang timbul karena sumber internal dan bermanfaat bagi bisnis tersebut. Beberapa poin penting terkait kekuatan LINK adalah sebagai berikut:

- LINK merupakan perusahaan telekomunikasi dan penyedia jasa internet dengan pengalaman yang paling memadai pada sektornya. LINK sudah berusia 2 dekade lebih dan sudah menjalankan usahanya pada sektor ini selama kurang lebih 19 tahun. Pengalaman ini akan membuat LINK mampu menghadapi tantangan ataupun kendala yang dapat mewabahi pasar di masa yang akan datang.
- LINK memiliki infrastruktur pelayanan yang prima. Salah satu aspek penting bagi perusahaan media dan internet adalah infrastruktur yang mendukung. Data menunjukkan bahwa LINK memiliki 14.517 km kabel *fiber optics* yang merupakan tulang punggung konektivitas data dan informasi. Selain itu, LINK juga memiliki 15.738 km kabel *coaxial cable* yang menjadi penghubung masyarakat atau hunian dengan data dan informasi secara langsung. Infrastruktur inilah yang memfasilitasi layanan yang stabil dan terbaik dari LINK.
- Manajemen dan sumber daya manusia perusahaan yang kompeten dan ahli pada bidangnya. Marlo Budiman, CEO PT Link Net Tbk merupakan manajer yang sudah memiliki pengalaman dan pengetahuan yang luas tentang manajemen, Marlo juga pernah mengelola perusahaan telekomunikasi lain seperti PT

Sampoerna Telekomunikasi Indonesia. Sumber daya yang bekerja di LINK juga menunjukkan kemampuan yang mumpuni, buktinya 800 pegawai yang bekerja di LINK dapat melayani kebutuhan lebih dari 2 juta pelanggan setia LINK yang selalu bertambah.

- Reputasi yang dimiliki oleh First Media (produk *broadband* LINK) sangatlah baik. Layanan LINK tersebut terkenal dengan koneksinya yang stabil dan cepat. Dari segi bisnis, LINK harus merawat dan memanfaatkan reputasi tersebut untuk membantu ekspansi bisnisnya.

b) Kelemahan (*Weakness*)

Kelemahan adalah unsur yang timbul dari internal perusahaan dan dapat menghambat kinerja perusahaan. Beberapa poin terkait kelemahan LINK adalah sebagai berikut:

- LINK sebagai perusahaan telekomunikasi dan jasa akses internet sangat bergantung pada subskripsi pelanggannya. Dari proporsi kekayaan LINK, aset lancar yang dimiliki LINK hanya berupa proporsi yang sedikit. Ini akan mempengaruhi kemampuan LINK untuk melakukan pembiayaan yang darurat ataupun jangka pendek. Selain itu, kondisi ini membuat LINK harus selalu waspada untuk menjaga subskripsi para konsumennya.
- LINK hanya memiliki fokus operasi pada pulau Jawa dan Bali. Dibandingkan dengan salah satu kompetitornya dari Telkom Indonesia (Indihome), layanan LINK tidak tersedia di daerah lain. Kurangnya diversitas lokasi pelanggan akan mengurangi eksistensi LINK bagi para calon pelanggan di luar daerah operasi. Diharapkan LINK akan melakukan perluasan cakupan bisnis di masa yang akan datang.

c) Kesempatan (*Opportunity*)

Kesempatan dari suatu bisnis adalah aspek eksternal dari perusahaan yang dapat menjadi manfaat bagi kinerja perusahaan. Beberapa poin terkait kesempatan yang dimiliki LINK adalah sebagai berikut:

- Transisi kebutuhan internet dan media sudah menjadi kebutuhan yang wajib ada. Karena kondisi masa sekarang yang mulai fokus ke teknologi dan juga makin besarnya pengaruh dunia maya terhadap dunia nyata membuat internet yang dulu dianggap *luxury* atau kemewahan menjadi suatu kebutuhan. Tanpa adanya internet misalnya, manusia akan sulit untuk memaksimalkan kegiatan hariannya seperti memperoleh informasi, melakukan komunikasi, dan produktivitas secara umum. Transisi kebutuhan ini dapat dimanfaatkan oleh LINK untuk meningkatkan kapasitas bisnisnya.
- Populasi penduduk Indonesia yang terus meningkat. Dengan adanya rasa kebutuhan internet yang signifikan, populasi yang bertambah di Indonesia diekspektasi akan menjadi kesempatan bisnis yang baik bagi LINK. Selain itu, populasi produktif Indonesia kini sudah mencapai 68,75% dari total populasi dan akan terus meningkat. Populasi produktif adalah sasaran pasar utama pagi sektor media dan internet. Proporsi penduduk produktif dan tren populasi yang kian meningkat adalah kesempatan yang emas bagi LINK.
- Daerah atau lokasi yang belum tersentuh layanan LINK masih luas. Meski saat ini kurangnya diversitas lokasi pelanggan LINK merupakan kelemahan LINK, aspek ini dapat juga dilihat dari sisi optimistik sebagai suatu kesempatan. Masih banyak daerah yang dapat menjadi sasaran ekspansi LINK. Jika LINK dapat memanfaatkan hal tersebut, tentunya *home passed* atau pelanggan LINK juga akan meningkat dengan drastis.

d) Ancaman (*Threats*)

Ancaman adalah aspek eksternal dari perusahaan yang dapat menjadi tantangan untuk perusahaan tersebut. Beberapa poin terkait ancaman terhadap LINK adalah sebagai berikut:

- Ancaman terbesar yang harus dihadapi LINK adalah kondisi sektor yang masih dikuasai oleh salah satu kompetitor. Indihome adalah produk PT Telekomunikasi Indonesia yang merupakan salah satu BUMN. Pada kondisi saat ini, Indihome memiliki daerah layanan yang jauh lebih besar daripada First Media yang dikelola oleh LINK. Meskipun persaingan merupakan hal membuat sektor bisnis sehat, proporsi kekuasaan Indihome merupakan salah satu hal yang harus diwaspadai oleh LINK.
- Bahaya dari *cyber attack* (serangan siber). LINK sebagai salah satu ISP (*Internet Service Provider*) sangat rentan terhadap serangan *online*. Meski memiliki keamanan dengan kualitas baik, serangan *online* tetap dapat terjadi. Serangan seperti virus dan *worms*, dan *Denial of Service* (DoS) semakin berkembang tiap harinya, sementara keamanan *online* umumnya berkembang dengan sifat yang reaktif (diperbarui setelah terjadi serangan *online*). Meski umumnya serangan ini dituju pada perangkat personal pelanggan ISP, server dan infrastruktur internet lainnya juga dapat terkena serangan siber. Serangan siber dapat menimbulkan jaringan yang rusak dan mengurangi kepuasan pelanggan.
- Regulasi pemerintah yang selalu mengalami pembaharuan. Peraturan pertama yang mengatur tentang jasa akses internet dan telekomunikasi adalah peraturan dari Kementerian Komunikasi

dan Informatika (Kominfo) yaitu 48/Per/M.Kominfo/11/2009. Peraturan terkait jasa akses internet sering mengalami perbaruan ataupun tambahan, perbaharuan terbaru yang sempat dikeluarkan Kominfo adalah Peraturan Menteri Komunikasi Dan Informatika Nomor 13 Tahun 2019. Namun peraturan tersebut mengalami penundaan pengesahan. Teknologi informasi yang berkembang pesat memang membutuhkan regulasi berimbang pula. Pembaharuan (*update)* peraturan yang rutin dapat menjadi ancaman kedepannya bagi LINK, karena pada dasarnya LINK tidak dapat memprediksi regulasi tersebut.

4.1.3. Analisis *Life Cycle of a Business* (LCC)

Hasil dari analisis-analisis sebelumnya dan olahan data seperti laju pertumbuhan industri dan pertumbuhan pendapatan dari PT Link Net Tbk menyimpulkan bahwa posisi siklus hidup bisnis LINK berada pada *maturity* menuju *rebirth*. Justifikasi untuk pendapat tersebut adalah laju pertumbuhan usaha LINK yang mulai fluktuatif dan tidak naik dengan tren yang stabil lagi. Ini disebabkan karena penurunan laju pertumbuhan secara kolektif pada sektor yang digeluti oleh LINK (data tersedia di bab sebelumnya). Dari pertumbuhan pendapatan, LINK mengalami penurunan drastis sejak tahun 2017 di mana pertumbuhan pendapatan bergerak di sekitar angka 15% dan pada 2019 angka tersebut hanya sekitar 1%. Setelah diusut, penyebab penurunan laju pertumbuhan pendapatan adalah dicabutnya lini bisnis *Bolt!* yang merupakan salah satu bisnis utama First Media pada sektor *wireless broadband*. Di sisi lain, perusahaan tetap dapat mempertahankan peningkatan profitabilitasnya. Tingkat profitabilitas tersebut berada pada 50% pada tahun 2018 dan naik menjadi 51% pada tahun 2019 (data laporan keuangan LINK tahun 2019). LINK dapat dikatakan menuju *rebirth* karena kebijakan perusahaan yang saat ini gencar meningkatkan jasa dan layanan yang ditawarkannya. Salah satu bentuk nyata dari kebijakan tersebut adalah disediakannya layanan FastNet (salah satu layanan First Meida-LINK) yang kini mencapai 1 Gbps dan juga meluncurkan saluran televisi baru seperti First Football (saluran olah raga) dan First Warrior (saluran eSport). Selain itu, LINK juga meluncurkan *value added services* baru melalui kerja samanya dengan operator seluler dan industri finansial.

4.2. Angka Komponen Penilaian Bisnis

4.2.1. Tingkat Diskonto (*Discount Rate*)

Penilaian yang dilakukan dalam artikel ini menggunakan basis data dari bermacam sumber. Tingkat bunga (COD) yang digunakan berasal dari Statistik Ekonomi dan Keuangan Indonesia yang dikeluarkan oleh Bank Indonesia (2019). Tingkat bunga yang digunakan penulis adalah suku bunga untuk pinjaman investasi dari bank umum pada Desember 2019. Untuk *risk free rate* penulis memilih untuk menggunakan surat utang negara (SUN) dengan termin 10 Tahun. Data lain seperti *unlevered beta*, *risk premium*, *tax rate industry* dan *country default spread* diperoleh dari laman yang disusun oleh Damodaran dan merupakan hasil analisis seorang profesional di bidangnya. Hasil kalkulasi tingkat diskonto yang dilakukan oleh penulis menggunakan metode WACC adalah sebagai berikut:

Tabel 1. Perhitungan Tingkat Diskonto *(Discount Rate)*

Penghitungan Biaya Modal Rata-Rata (WACC)

Jenis Data Pasar	Nilai	Jenis Data Pasar	Nilai
Unlevered beta	0,56	Tingkat biaya utang	9,90%
Equity risk premium	7,08%	Risk-free rate (ID 10Y T-BOND)	7,10%
Country risk premium	1,88%	Tax rate objek penilaian	25,00%
Tax rate industry	15,45%		
Debt to equity ratio industry	46,62%		
Levered Beta Objek Penilaian (β)			**0,78**

Struktur Modal	Nilai	Bobot Pasar	Biaya Modal COD/COE	WACC
Utang	-	31,80%	7,43%	2,36%
Ekuitas	-	68,20%	14,09%	9,61%
Weighted Average Cost of Capital (WACC) 2018				**11,97%**

Sumber: Kompilasi data dari Damodaran, Moody's, dan CNBC (2019), diolah

Penjelasan Tabel:

<u>*Cost of Equity* (COE)</u>

$COE = Risk\ free + (\beta\ x\ Risk\ premium\ market)$

COE = 7,1%+(0,78×(7,08%+1,88%))

COE = 11,97%

<u>*Cost of Debt* (COD)</u>

COD = Debt x (1-Tax rate)

COD = 9,9% x (1-25%)

COD = 7,43%

Setelah menghitung biaya modal yang dipergunakan, langkah berikutnya adalah menghitung persentase struktur modal. Struktur modal suatu bisnis dapat bersumber dari ekuitas dan juga utang. Setelah mengetahui COD dan COE, maka selanjutnya rasio tersebut dibandingkan dengan rasio utang dan ekuitas industri tersebut. Hasil dari biaya modal dan utang yang dibandingkan kemudian dibobotkan sesuai dengan kondisi pasar dan menggambarkan tingkat risiko modal. Dengan kata lain biaya modal rata-rata tertimbang (WACC) akan menggambarkan *return* yang harus didapatkan bisnis agar dapat membayar biaya modalnya. Hasil perhitungan WACC adalah sebagai berikut:

<u>Bobot Utang Pasar (*Weighted Debt*)</u>

Debt to Equity Ratio (DER) *Industry* = 46,62%

$$Weighted\ Debt = \frac{DER}{DER+100\%}$$

$$Weighted\ Debt = \frac{46,62\%}{46,62\%+100\%}$$

Weighted Debt = 31,8%

Bobot Ekuitas Pasar (*Weighted Equity*)
Weighted Equity = 1-Weighted Debt
Weighted Equity = 68,2%

Weighted Average Cost of Capital
WACC = (COE x Weighted Equity)+(COD x Weighted Debt)
WACC = (14,09% x 68,2%)+ (7,43% x 31,8%)
WACC = 11,97%

4.2.2. Tingkat Kapitalisasi (*Capitalization Rate*)

Tingkat kapitalisasi pada periode akhir diperoleh dengan mengurangi tingkat diskonto yang digunakan dalam penilaian dengan suatu tingkat pertumbuhan tertentu yang diasumsikan konstan, di mana tingkat pertumbuhan dapat positif, negatif, maupun nol. Tingkat pertumbuhan untuk periode kekal harus mempertimbangkan tingkat pertumbuhan ekonomi dan industri jangka panjang di mana perusahaan beroperasi yang telah memperhitungkan faktor inflasi. Data laju pertumbuhan industri telekomunikasi dan penyediaan layanan internet dapat ditemukan pada bab sebelumnya. Angka yang akan digunakan sebagai indikasi pertumbuhan industri adalah angka laju pertumbuhan tahun terakhir, yaitu 4,49%. Hal ini disebabkan karena tren laju pertumbuhan industri yang menurun, namun prediksi pertumbuhan industri bisnis kedepannya moderat (*decline* menuju *rebirth*). Sehingga didapatkan tingkat kapitalisasi sebesar:

Capitalization Rate = WACC-Growth
Capitalization Rate = 11,97%-4,49%
Capitalization Rate = 7,48%

4.2.3. *Premium for Control* dan *Discount for Lack of Marketablity* (PFC dan DLOM)

Tingkat PFC yang akan digunakan pada penilaian adalah tingkat PFC berdasarkan riset RSM Australia (2017), rata-rata premi untuk pengendali pada sektor bisnis *IT & Telecommunications* adalah 30,6%. Angka tersebut sesuai dengan ketentuan KEP-196/BL/2012 yang memberikan rentang PFC dari angka 20% hingga 35%. Di sisi lain, penulis telah melakukan perhitungan untuk diskon likuiditas perusahaan menggunakan 10 variabel seperti kondisi perizinan usaha sektor, perbandingan pendapatan dengan pesaing usaha, profitabilitas dan dividen perusahaan dibanding dengan pesaing usaha, dan variabel lainnya. Penulis memperoleh angka DLOM sebesar 15%. PFC dan DLOM akan digunakan setelah rekonsiliasi nilai untuk menggambarkan nilai tambahan atau pengurang akibat premi pengendali dan juga diskon likuiditas pasar.

4.3. Penilaian Bisnis Terhadap PT Link Net Tbk

Berikut adalah hasil penilaian yang telah dilakukan berdasarkan pendekatan pasar dan pendekatan pendapatan.

4.3.1. Pendekatan Pasar (*Market Based Approach*)

Penilaian ekuitas PT Link Net Tbk dengan menggunakan pendekatan pasar khususnya Metode Pembanding Perusahaan Tercatat di Bursa Efek (*Guideline Publicly Traded Company Method*). Metode ini dilakukan dengan membandingkan objek penilaian terhadap tiga objek pembanding lainnya yang diperdagangkan di bursa efek. Penentuan pembanding juga dilihat dari sektor industri bisnisnya. Sektor bisnis PT Link Net Tbk adalah telekomunikasi dan jasa akses internet (*integrated telecommunication sector)*. Perusahaan pembanding yang digunakan dalam penilaian ini adalah PT Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk (TLKM), PT Indosat Tbk (ISAT), dan PT XL Axiata Tbk (EXCL). Pembanding tersebut dianggap paling menyerupai objek penilaian dari opsi lainnya di bursa saham.

Penilaian menggunakan metode ini dilakukan dengan menganalisis perbandingan laba/rugi dari setiap perusahaan pembanding dengan perusahaan yang dinilai. Jika akun perusahaan yang dinilai dan pembanding memiliki kemiripan (maksimal perbedaan 10%) maka akan diberi skor 1. Setelah itu, skor kemiripan tiap pembanding akan diakumulasi dan ditentukan bobotnya berdasarkan skor kemiripan pembanding terhadap pembanding lainnya.

Nilai akhir pada metode ini diperoleh dengan mengalikan angka pengali (*multiple*) dari basis-basis penilaian yang digunakan dengan akun fundamental dari objek yang dinilai. Pada penilaian ini, *multiple* yang akan digunakan adalah *price per earning ratio (*P/E*), price per book value ratio* (PBV)*, dan price per sales ratio* (P/S). Hasil komparasi pembanding LINK terhadap TLKM, ISAT, dan EXCL menunjukkan tingkat kemiripan yang secara berurutan sebesar 53%, 20%, dan 27%.

Setelah melakukan perhitungan, penulis menemukan bahwa persebaran rasio P/E terlalu luas. Rasio P/E dari TLKM, ISAT, dan EXCL secara berurutan adalah 14,25; 9,7; dan 47,33. Rasio ini akan

menghasilkan *weighted average* dari angka pengali sekitar 22,27, ini terjadi karena pendapatan EXCL yang *outlier* atau tidak wajar dibandingkan dengan *peers* sektor bisnisnya. Oleh karena itu, penulis mengambil keputusan untuk tidak menggunakan rasio P/E dalam perhitungan akhir metode pendekatan ini. Berikut adalah nilai wajar ekuitas PT Link Net Tbk (LINK) menggunakan pendekatan pasar:

Tabel 2. Indikasi Nilai Ekuitas LINK Menggunakan Pendekatan Pasar

Data per 31/12/19

Ratio	Weighted Average Ratio	LINK Fundamental Variable	Fair Value of Equity
P/E*	22,27	894.531.000.000	
PBV	2,82	4.656.413.000.000	13.123.854.892.400
P/S	2,30	3.026.557.000.000	6.952.662.265.819
Average			10.038.258.579.110
Outstanding Shares			2.863.195.484
Fair Value per Share			3.506

*) Tidak digunakan

Sumber: Hasil perhitungan penulis (2020)

4.3.2. Pendekatan Pasar (*Market Based Approach*)

Pendekatan pendapatan yang digunakan oleh penilai adalah metode diskonto arus kas (*Discounted Cash Flow*/DCF). Reilly dan Robert Schweihs (2004) menyatakan bahwa pada metode ini, nilai perusahaan diperoleh dengan menghitung nilai kini (*present value*) dari arus kas bersih (*Free Cash Flow*/FCF) atau pengembalian (*returns*) yang diharapkan dari bisnis selama bisnis berlangsung. Untuk mengubah estimasi pengembalian atau FCF menjadi nilai, estimasi tersebut harus didiskonto dengan tingkat pengembalian yang diharapkan (*required rate of return*). Dapat dikatakan bahwa dalam proses penilaian ini, hal yang diperlukan adalah proyeksi ataupun estimasi arus kas bersih bisnis dan juga tingkat diskonto.

Kalkulasi atas FCF dilakukan dengan membalikkan laba bersih yang telah disesuaikan. Laba bersih disesuaikan melalui pengurangan atas akun-akun pendapatan yang bersifat tidak konsisten. Akun yang dimaksud dapat berupa akun yang tidak muncul lagi (*non-recurring*) dan akun yang bukan dari operasional perusahaan (*non-operational*). Hal ini dilakukan karena akun tersebut bersifat tentatif dan akan sulit untuk diprediksi dan diproyeksi. Setelah laba bersih kita sesuaikan, langkah berikutnya adalah menambahkan depresiasi dan amortisasi yang telah dikeluarkan perusahaan, mengurangi pajak pendapatan, mengurangi *capital expenditure*, dan mengurangi perubahan pada peningkatan/pengurangan selisih antara aset lancar dan hutang lancar (istilah ini dikenal dengan *change in net working capital*). Tiap pengurangan ini diproyeksikan melalui data yang telah terkumpul dari data historis (tahun sebelumya), di mana penilaian ini menggunakan data historis dari 5 tahun ke belakang untuk memproyeksi FCF 5 tahun ke depan.

Arus kas bersih (FCF) yang telah dihitung dari proyeksi kemudian didiskonto. Tingkat diskonto yang digunakan pada penilaian ini didapatkan dari perhitungan WACC yang sebelumnya sudah dibahas. Pada tahun terakhir proyeksi (2024), kita akan menghitung *terminal value* atau nilai untuk masa yang akan datang. *Terminal value* berguna untuk memprediksi nilai yang dihasilkan perusahaan dari arus kas masa tak terhingga di mana perusahaan dianggap sudah stabil. Oleh karena itu *terminal value* mempertimbangkan pertumbuhan sektor industri perusahaan yang dinilai.

Tabel 3. Indikasi Nilai Ekuitas LINK Menggunakan Pendekatan Pendapatan

Uraian	Tahun Penilaian	PROYEKSI				
		1	2	3	4	5
in million of IDR (except stated otherwise)	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Net Income	1.056.820.000.000	1.058.351.893.845,61	1.089.182.029.811,06	1.115.888.308.335,97	1.139.444.915.467,24	1.160.517.018.598,81
(+) Depreciation and amortisation	775.163.000.000	858.351.893.845,61	889.182.029.811,06	915.888.308.335,97	939.444.915.467,24	960.517.018.598,81
(-) Income Tax	262.705.000.000	264.587.973.461	272.295.507.453	278.972.077.084	284.861.228.867	290.129.254.650
(-) Capital Expenditure	1.683.561.000.000	1.437.527.840.768	1.488.771.044.717	1.523.832.462.504	1.559.167.371,201	1.590.775.527.898
(-) Change in NWC	(496.345.000.000,00)	(458.351.893.845,61)	(889.182.029.811,06)	(515.888.308.335,97)	(539.444.915.467,24)	(560.517.018.598,81)
Free Cash Flow to Invested Capital	376.062.000.000	672.030.867.307	711.477.537.264	744.860.385.420	774.306.144.334	800.646.270.249
Growth						4,49%
Discount Rate		11,97%	11,97%	11,97%	11,97%	11,97%
Discount Factor (Discount Rate 11,97%)		0,8931	0,7976	0,7124	0,6362	0,5682
PV of Free Cashflow to Firm		601.000.149.421	567.489.508.242	530.603.173.072	492.613.140.713	454.917.135.088
Total PV of FCF	2.646.623.106.538				TV:	11.184.429.022.960
PV of Terminal Value	6.354.851.797.512					
Indicated Capital Value from Operation	9.001.474.904.049					
Non-Operating Assets per 31/12/19	898.533.000.000					
Indicated Value of Equity	9.900.007.904.049					
Capital Structure Debt per 31/12/19	419.840.000.000					
Indicated Value of Equity	9.480.167.904.049					

Total PV of FCF	2.646.623.106.538
PV of Terminal Value	6.354.851.797.512
Indicated Capital Value from Operation	9.001.474.904.049
Non-Operating Assets per 31/12/19	898.533.000.000
Indicated Value of Equity	9.900.007.904.049
Capital Structure Debt per 31/12/19	419.840.000.000
Indicated Value of Equity	9.480.167.904.049

Sumber: Hasil perhitungan penulis (2020)

4.3.3. Rekonsiliasi Nilai

Hasil penilaian atas seluruh metode yang digunakan hendaknya direkonsiliasi. Rekonsiliasi nilai berguna untuk mengetahui nilai paling sesuai untuk objek penilaian berdasarkan berbagai faktor yang telah dipertimbangkan oleh penilai. Bobot-bobot yang terdapat pada rekonsiliasi nilai diambil berdasarkan faktor pertimbangan-pertimbangan kesesuaian pendekatan atau metode yang digunakan dengan objek penilaian, yaitu metode pembanding perusahaan tercatat di bursa efek dan metode diskonto arus kas. Faktor yang sesuai dengan objek penilaian diberi poin 1, dan sisanya yang tidak sesuai diberi poin 0. Poin-poin yang sudah diperoleh masing-masing metode tersebut kemudian dijumlahkan. Hasil dari penjumlahan poin

faktor tersebut diubah ke bentuk persentase dari total jumlah poin yang didapatkan dengan metode yang lain. Setelah rekonsiliasi nilai dilakukan, penulis akan menambahkan/mengurangi nilai berdasarkan PFC dan DLOM atas perusahaan yang dinilai. Nilai bagi perusahaan pengakuisisi dengan mempertimbangkan DLOM dan PFC adalah sebaga berikut:

Tabel 4. Hasil Rekonsiliasi Nilai

Uraian	Nilai Ekuitas	Bobot	Nilai Tertimbang
Berdasarkan Pendekatan Pendapatan	9.480.167.904.049	60%	5.688.100.742.430
Berdasarkan Pendekatan Pasar	10.038.258.579.110	40%	4.015.303.431.644
Indikasi Nilai Ekuitas Bisnis		**100%**	**9.703.404.174.074**
Diskon Likuiditas Pasar (DLOM)		(15%)	(1.455.510.626.111)
Premi Pengendalian (PFC)		30,6%	2.969.241.677.266
Nilai Ekuitas Bisnis			11.217.135.225.229
Proporsi Ekuitas yang diakuisisi		**63,75%**	**7.150.923.706.083**

Sumber: Hasil perhitungan penulis (2020)

Indikasi nilai ekuitas bisnis yang diperoleh dari penilaian adalah Rp9.703.404.174.074,00, indikasi tersebut dihitung melalui pembobotan atas pendekatan pendapatan dan pendekatan biaya. Penulis menggunakan pembobotan yang tidak sama rata karena mempertimbangkan kondisi pendekatan pasar yang hanya dapat menggunakan dua dari tiga variabel pasar. Sehingga proporsi yang digunakan adalah 60% untuk pendekatan pendapatan dan 40% untuk pendekatan pasar. Penggunaan DLOM dan PFC dikhususkan untuk alasan pemberian rekomendasi akuisisi oleh penulis kepada perusahaan pengakuisisi. Rekomendasi akan disampaikan pada poin kesimpulan dan saran.

5. KESIMPULAN DAN SARAN

Aksi korporasi akuisisi adalah pengambilalihan kepemilikan perusahaan oleh pihak pengakuisisi (PT MNC Vision Network Tbk), sehingga mampu dalam mengakibatkan berpindahnya kendali atas perusahaan yang diambil alih (PT Link Net Tbk). Pada rencana akuisisi ini, perusahaan pengakuisisi diasumsi akan mengambil alih perusahaan yang diakuisisi dengan membeli saham dari pemilik mayoritas PT Link Net Tbk. Penulis memberikan rekomendasi atas akuisisi berdasarkan penilaian ekuitas terhadap PT Link Net Tbk dengan mempertimbangkan kondisi kepemilikan mayoritas dan diskon penjualan saham.

Penulis menggunakan dua dari tiga pendekatan untuk mendapatkan nilai ekuitas dari PT Link Net Tbk. Pendekatan yang digunakan penulis adalah pendekatan pasar dan pendekatan pendapatan. Dari dua pendekatan tersebut digunakan metode Guideline Publicly Traded Company Method dan Discounted Cashflow Method. Setelah menggunakan kedua metode tersebut,penulis menyimpulkan nilai ekuitas tertimbang menggunakan rekonsiliasi nilai, dan menghasilkan nilai bagi perusahaan pengakuisisi dengan mempertimbangkan DLOM dan PFC.

Nilai ekuitas yang dihitung dengan mempertimbangkan pengendalian (*control*) perusahaan dan likuiditas saham perusahaan. Karena akuisisi PT Link Net Tbk (LINK) akan menghasilkan pemindahan kekuasaan pengendali (*controlling*), maka dari sudut pandang pengakuisisi, LINK akan memiliki nilai lebih dibandingkan pemegang saham lainnya. Premi pengendalian (PFC) memberikan nilai lebih atas akuisisi LINK sebesar 30,6%. Di sisi lain, penilaian juga mempertimbangkan tingkat likuiditas saham LINK di bursa saham. Setelah membandingkan kondisi perusahaan dan *peers*, penilai memberikan diskon likuiditas (DLOM) sebesar 15%.

Setelah menentukan nilai ekuitas LINK, penulis menghitung persentase ekuitas perusahaan (saham) yang akan diakuisisi oleh PT MNC Vision Networks Tbk (IPTV) sesuai rencana IPTV pada akhir 2019 lalu. Data pemilik saham mayoritas LINK saat ini mengindikasikan bahwa persentase saham yang harus diambil alih oleh IPTV adalah 63,75%. Persentase tersebut diperoleh dari pemilik saham mayoritas yang saat ini menguasai saham LINK yaitu Asia Link Dewata Pte Ltd dan PT First Media Tbk. Persentase tersebut akan digunakan sebagai acuan untuk memberikan rekomendasi kepada IPTV selaku pengakuisisi LINK.

Rekomendasi yang diajukan oleh penulis kepada IPTV selaku pengakuisisi adalah melanjutkan dan merampungkan prosedur akuisisi. Analisis yang telah dilakukan oleh penulis menunjukkan prospek yang baik bagi LINK di masa yang akan datang. Analisis *Porter's Five Forces* menunjukkan kondisi persaingan yang kuat dan konstruktif bagi industri ini. Di sisi lain, analisis SWOT mengindikasikan kekuatan LINK yang baik di dalam industri ditambah dengan kesempatan dan oportunitas yang variatif di masa yang akan datang. Meski begitu, analisis siklus bisnis LINK menunjukkan kondisi yang mendekati jenuh dan membutuhkan inovasi baru agar dapat terus meningkatkan pendapatan. Penulis optimis dengan kapasitas IPTV untuk memanfaatkan dan mengembangkan bisnisnya bersama LINK di sektor telekomunikasi dan layanan internet. Jika akuisisi ini dirampungkan, IPTV dan LINK dapat menjadi perusahaan raksasa multimedia yang kuat dan kompetitif.

Harga rekomendasi maksimal yang diajukan oleh penulis untuk akuisisi ini adalah sebesar Rp7.150.923.706.083,00 atau sekitar Rp3.918,00 per lembar saham. Angka ini melambangkan 63,75% saham yang harus diakuisisi oleh IPTV. Tentunya nilai ini mempertimbangkan status IPTV sebagai *acquirer* dan mengindikasikan nilai terbesar yang sebaiknya digunakan. IPTV hendaknya menegosiasikan harga yang lebih rendah agar manfaat yang didapatkan lebih besar pula.

Penulis yang melakukan penilaian terhadap nilai ekuitas PT Link Net Tbk memberikan saran kepada PT MNC Vision Networks Tbk selaku pihak pengakuisisi untuk melanjutkan proses akuisisi ini. Beberapa analisis yang telah dilakukan penulis menunjukkan prospek ke depan yang baik bagi kedua perusahaan apabila akuisisi

ini dirampungkan. Selain itu, harga yang penulis sarankan untuk akuisisi hendaknya dipertimbangkan dan dapat digunakan sebagai landasan dalam bernegosiasi. Keterbatasan dan kekurangan pengetahuan penulis hendaknya juga dipertimbangkan oleh perusahaan pengakuisisi. Oleh karena itu, penulis menyarankan perusahaan pengakuisisi untuk juga melakukan analisis dari perspektif dan sudut pandang yang belum dipertimbangkan oleh penulis.

Penulis juga ingin memberikan saran berupa refleksi atas penilaian yang telah dilakukan pada artikel ini. Ada banyak hal yang dapat ditingkatkan dalam penilaian dan penulisan ini. Sebaiknya dalam penilaian, penilai mengusahakan menggunakan ketiga pendekatan penilai. Penilaian pada artikel ini hanya dapat menggunakan dua dari tiga pendekatan dikarenakan keterbatasan berupa penilaian aset secara langsung yang tidak memungkinkan. Pendekatan yang lebih banyak dapat menghasilkan indikasi yang lebih akurat pula pada saat rekonsiliasi nilai. Terlebih lagi, dalam pendekatan pasar ada variabel yang tidak dapat digunakan dalam pembobotan nilai. Selain itu, penulis juga menyarankan adanya *peer review* atau konsultasi dengan pihak lain.

5. IMPLIKASI DAN KETERBATASAN

Penilaian pada tulisan ini dilakukan dengan asumsi bahwa keadaan setelah tahun 2019 (tahun penilaian) akan normal dan sama. Pada saat penulisan artikel ini, ada berbagai hal yang terjadi dan membuat implikasi dalam artikel ini sangat terbatas. Penilaian dalam artikel ini juga terbatas karena hanya dapat melakukan dua dari tiga metode penilaian. Hal ini dikarenakan oleh kondisi pandemi yang membuat sulit untuk dilakukan penilaian dengan metode biaya/aset yang membutuhkan survey langsung.

PENGHARGAAN (*ACKNOWLEDGEMENT*)

Penulis ingin berterima kasih kepada para Dosen di Politeknik Keuangan Negara STAN yang telah memberikan banyak masukan yang bersifat konstruktif sehingga artikel ini dapat diselesaikan.

DAFTAR PUSTAKA (*REFERENCES*)

Buku Teks dan Artikel

Arzac, Enrique R. 2004. *Valuation for Mergers, Buyouts and Restructuring*. New York: John Wiley & Sons

Budiarti, Rima. *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)*. 2018. Tangerang Selatan: PKN STAN

Damodaran, Aswath. 2012. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. New Jersey: John Wiley & Sons.

Djaja, Irwan. 2017. *All About Corporate Valuation*. Jakarta: Elex Media Komputindo.

Komite Penyusun Standar Penilaian Indonesia. 2018. *KEPI & SPI Edisi VII 2018.* Jakarta: MAPPI

Pratt, Shannon P. dan Alina V. Niculita. 2008. *Valuing A Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies Fifth Edition*. Chicago: McGraw-Hill.

Roberts, Alexander, William Wallace, dan Peter Moles. 2003. *Mergers and Acquisitions*. Edinburgh: Pearson Education.

Sianturi, Rika Y. *Analisis Kebijakan Backdoor Listing Indonesia Airasia atas PT Rimau Multi Putra Pratama Tbk Terhadap Nilai yang Dihasilkan*. 2018. Tangerang Selatan: PKN STAN

jurnal

Aluko, Bioye Tajudeen dan Abdul-Rasheed Amidu. Corporate Business Valuation for Mergers and Acquisitions. *International Journal of Strategic Property Management* 9, No. 3: 173-189

Capron, Laurence dan Will Mitchel. 1998. The Role of Acquisitions in Reshaping Business Capabilities in the International Telecommunications Industry. *Industrial and Corporate Change* 7, No. 4.

Jemison, David B. dan Sim B. Sitkin. 1986. Corporate Acquisitions: A Process Perspective. *Academy of Management Review* 11, No. 1: 145-162

Loughran, Tim dan Anand M. VIJH. 1997. Do Long-Term Shareholders Benefit From Corporate Acquisitions?. *The Journal of Finance* 52, No. 5.

Olin, Cliff. 2008. The Difference Between Business Value v. Real Estate Value. *The Olin Group LLC Directory*.

Osita, Christian, Idoko Onyebuchi dan Nzekwe Justina. 2014. Organization's stability and productivity: the role of SWOT analysis. *International Journal of Innovative and Applied Research* 2, No 9.

Smith, Ernest Patrick. 2012. The Basics of Business Valuation, Fraud and Forensic Accounting, and Dispute Resolution Services . *The CPA Journal*. p6

Wilcox, H. Dixon, Kuo-Chung Chang dan Varun Grover. 2000. Valuation of Mergers and Acquisitions in the telecommunications Industry: a study on diversification and firm size. *University of South Carolina* Information & Management 38: 459-471.

Peraturan Perundang-undangan dan Dokumen Publik

Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 32 Tahun 2002 tentang Penyiaran

Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas

Peraturan Menteri Komunikasi dan Informatika Republik Indonesia Nomor 2 Tahun 2013 tentang Penyediaan Jasa Akses Internet Tanpa Kabel (Wireless) pada Program Kewajiban Pelayanan Universal

Keputusan Kepala Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan Nomor KEP-196/BL/2012 tentang Pedoman Penilaian dan Penyajian Laporan Penilaian Usaha di Pasar Modal.

Surat Edaran Direktur Jenderal Pajak Nomor SE-54/PJ/2016 tentang Petunjuk Teknis Penilaian Properti, Penilaian Bisnis, dan Penilaian Aset Takberwujud Untuk Tujuan Perpajakan.

Bursa Efek Indonesia, *Laporan Keuangan Tahunan PT Link Net Tbk.* 2018. (Online). (diakses di https://www.idx.co.id/perusahaan-tercatat/laporan-keuangan-dan-tahunan/)

Bursa Efek Indonesia, *Laporan Keuangan Tahunan PT Link Net Tbk.* 2017. (Online). (diakses di https://www.idx.co.id/perusahaan-tercatat/laporan-keuangan-dan-tahunan/)

Bursa Efek Indonesia, *Laporan Keuangan Tahunan PT Link Net Tbk.* 2016. (Online).

(diakses di https://www.idx.co.id/perusahaan-tercatat/laporan-keuangan-dan-tahunan/)

Bursa Efek Indonesia, *Laporan Keuangan Tahunan PT Link Net Tbk.* 2015. (Online). (diakses di https://www.idx.co.id/perusahaan-tercatat/laporan-keuangan-dan-tahunan/)

Bursa Efek Indonesia, *Laporan Keuangan Tahunan PT Link Net Tbk.* 2014. (Online). (diakses di https://www.idx.co.id/perusahaan-tercatat/laporan-keuangan-dan-tahunan/)

Internet

Chen, James. 2020. *Valuation Definition.* (Online). (https://www.investopedia.com/terms/v/valuation. Diakses pada 10 Juni 2020)

CFI Education Team. 2015. *What is a Life Cycle of a Business?.* (Online) (https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/business-life-cycle/. Diakses pada Juni 2020

Hanson, Paul. 2016. *The Main Types of Mergers and Acquisition.* (Online). (https://www.docurex.com/en/the-main-types-of-mergers-and-acquisitions/. Diakses pada Juni 2020)

Hayes, Adam. 2020. *Business Valuation*. (Online). (https://www.investopedia.com/terms/b/business-valuation. Diakses pada 10 Juni 2020)

Yudha, Kriwangsa Bagus Kusuma. 2018. *Definisi Akuisisi.* (Online). (https://www.finansialku.com/definisi-akuisisi-adalah. Diakses pada 10 Januari 2020)