

**ANALISIS PENILAIAN SINERGI  
UNTUK ALTERNATIF PENGGABUNGAN USAHA  
PT PRASIDHA ANEKA NIAGA TBK DAN  
PT MULTISTRADA ARAH SARANA TBK**

**TESIS**

**ASA NISI SIAHAAN  
0606147062**



**UNIVERSITAS INDONESIA  
FAKULTAS EKONOMI  
PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN  
JAKARTA  
DESEMBER 2008**



**ANALISIS PENILAIAN SINERGI  
UNTUK ALTERNATIF PENGGABUNGAN USAHA  
PT PRASIDHA ANEKA NIAGA TBK DAN  
PT MULTISTRADA ARAH SARANA TBK**

**TESIS**

**Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar Sarjana Strata 2**

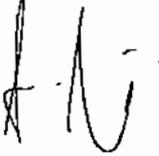
**ASA NISI SLAHAAN  
0606147062**



**UNIVERSITAS INDONESIA  
FAKULTAS EKONOMI  
PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN  
JAKARTA  
DESEMBER 2008**

## HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

**Karya Akhir ini adalah hasil karya saya sendiri,  
dan semua sumber baik yang dikutip maupun dirujuk  
telah saya nyatakan dengan benar.**

**Nama** : Asa Nisi Siahaan  
**NPM** : 0606147062  
**Tanda Tangan** :   
**Tanggal** : Desember 2008

## HALAMAN PENGESAHAN

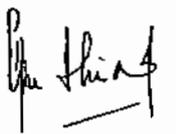
Karya Akhir ini diajukan oleh :  
Nama : **Asa Nisi Siahaan**  
NPM : 0606147062  
Program Studi : **MAGISTER MANAJEMEN**  
Judul Karya Akhir : **Analisa Penilaian Sinergi Untuk Alternatif  
Penggabungan Usaha PT. Prasadha Aneka  
Niaga, Tbk dan PT. Multistrada Arah Sarana,  
Tbk.**

**Telah berhasil dipertahankan di hadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Magister Manajemen pada Program Studi Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia**

## DEWAN PENGUJI

Pembimbing : **Ancella A. Hermawan, MBA** (  )

Penguji : **Imo Gandakusumo, MBA** (  )

Penguji : **Dr. Cynthia A. Utama** (  )

Ditetapkan di : Jakarta

Tanggal : 16 Desember 2008

## KATA PENGANTAR

Puji syukur kepada Tuhan Yang Maha Esa saya panjatkan karena atas karunia-Nya akhirnya saya dapat menyelesaikan karya akhir ini dalam rangka memenuhi syarat kelulusan di program studi Magister Manajemen Universitas Indonesia. Segala kemampuan dicurahkan untuk mendapatkan hasil yang memuaskan. Namun saya sangat menyadari bahwa karya akhir ini masih jauh dari sempurna karena segala keterbatasan yang ada, oleh karenanya saran serta kritik yang membangun atas tesis ini sangatlah diharapkan. Pada kesempatan ini pula saya menyampaikan penghargaan serta ucapan terimakasih yang setinggi-tingginya kepada semua pihak yang telah membantu saya dalam menyelesaikan pendidikan di program studi Magister Manajemen Universitas Indonesia yaitu:

1. Ibu Ancella A. Hermawan, MBA selaku Pembimbing penulisan karya akhir yang banyak memberikan bimbingan, masukan dan bantuannya dalam penyelesaian karya akhir ini.
2. Orang tua dan keluarga yang selalu memberikan doa dan segalanya yang terbaik untuk saya.
3. Sahabat-sahabat MMUI F-06 yang telah menunjukkan kebersamaan selama ini.
4. Sahabat-sahabat Bukit Indah 21 dan afiliasi serta Big Reds atas dukungan dan tempaan karakternya.
5. Segenap manajemen dan karyawan Bakmi Lung Kee Cabang Kelapa Gading.
6. Semua pihak yang banyak membantu saya baik dalam penyelesaian kuliah maupun tesis ini yang tidak dapat disebutkan satu persatu.

Semoga Tuhan Yang Maha Esa senantiasa membalas segala kebaikan bagi kita semua.

Jakarta, Desember 2008

Penulis

## ABSTRAK

Nama : Asa Nisi Siahaan  
Program Studi : Magister Manajemen  
Judul : Analisis Penilaian Sinergi Untuk Kemungkinan Penggabungan Usaha PT Prasadha Aneka Niaga Tbk dan PT Multistrada Arah Sarana Tbk.

Penggabungan usaha atau merger merupakan salah satu strategi perusahaan untuk memacu pertumbuhan perusahaan dan meningkatkan nilai untuk pemegang saham. Potensi penambahan nilai bagi pemegang saham dapat terjadi apabila terdapat sinergis dari penggabungan usaha tersebut, dimana nilai perusahaan gabungan lebih besar dari pada jumlah nilai masing-masing perusahaan apabila kedua perusahaan tersebut beroperasi sebagai dua entitas bisnis yang berbeda.

Menilik dari kondisi-kondisi yang dialami oleh PT Multistrada Arah Sarana Tbk ("MASA") dan PT Prasadha Aneka Niaga Tbk ("PSDN"), dimana PSDN sedang mengalami kesulitan keuangan namun memiliki prospek yang masih baik, sedangkan MASA memerlukan kepastian pasokan bahan baku untuk menunjang kontinuitas produksinya, maka merger merupakan salah satu wacana yang dapat dipertimbangkan baik oleh manajemen maupun pemegang saham mayoritas kedua perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Langkah yang harus dilakukan sebelum melakukan merger adalah dengan melakukan evaluasi secara menyeluruh perusahaan yang akan diakuisisi serta melakukan penilaian terhadap perusahaan sehingga diperoleh harga akuisisi yang layak.

Untuk mencari nilai sinergi yang terjadi dari penggabungan usaha tersebut, dilakukan valuasi terhadap nilai masing-masing perusahaan sebagai entitas bisnis tersendiri dan valuasi nilai perusahaan pasca merger. Nilai sinergi diperoleh dengan mencari selisih nilai perusahaan pasca merger dan nilai total kedua perusahaan sebelum merger.

Kata kunci:  
Merger, Penilaian, Sinergi

## ABSTRACT

Name : Asa Nisi Siahaan  
Study Program : Magister Manajemen  
Title : Synergy Valuation Analysis of Merge Option between PT Prasadha Aneka Niaga Tbk and PT Multistrada Arah Sarana Tbk.

Merger is one of the options to improve the value of the company and shareholders. Potential value enhancement exists if there is a synergy from the merge action, that is if the value of the merged companies is bigger than the value of the companies should they operate as two different business entities.

Since PT Prasadha Aneka Niaga ("PSDN") is struggling through financial distress, despite the prospective rubber industry, while PT Multistrada Arah Sarana Tbk ("MASA") is looking for raw material supply certainty, then merging could be an interesting option for both companies to enhance its value.

Before conducting a merger, the acquiring company should scrutinize the target company and do the valuation to get a proper acquisition price. To get the synergy value, valuation also conducted on the acquiring company and the merged company. Synergy value is derived from subtracting the value of the merged company with the value of both companies before merged.

Key words:

Merger, valuation, synergy.

## DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL	i
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS	ii
HALAMAN PENGESAHAN	iii
KATA PENGANTAR	iv
HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI TUGAS AKHIR UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS	v
ABSTRAK	vi
ABSTRACT	vii
DAFTAR ISI	viii
DAFTAR TABEL	x
DAFTAR GAMBAR	xi
1. PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang Masalah	1
1.2 Perumusan Masalah	4
1.3 Tujuan Penelitian dan Manfaat Penelitian	4
1.4 Lingkup Pembahasan	5
1.5 Metodologi Penelitian	5
1.6 Sistematika Penulisan	5
2. LANDASAN TEORI	8
2.1 Penggabungan Usaha (Merjer), Pengambil-alihan (Akuisisi), dan Peleburan (Konsolidasi)	8
2.1.1 Definisi	8
2.1.2 Tipe dan Karakteristik Merjer	8
2.1.3 Motif dan Alasan dalam Merjer dan Akuisisi	12
2.2 Menentukan Nilai Sinergi dari Merjer	12
2.3 Sumber Sinergi dari Akuisisi	13
2.4 Analisis Strategis Merjer	15
2.5 Evaluasi Kondisi Keuangan Perusahaan	16
2.6 Penilaian Perusahaan Target	20
2.7 Permasalahan dalam Proses Merjer dan Akuisisi	26
3. GAMBARAN UMUM INDUSTRI DAN PERUSAHAAN	28
3.1 Gambaran Umum Industri	28
3.1.1 Industri Ban Nasional	28
3.1.2 Industri Ban Global	31
3.1.3 Industri Karet Indonesia	31
3.1.4 Proyeksi Permintaan Karet Global	33
3.2 Latar Belakang Perusahaan	34
3.2.1 Sekilas PT Prasadha Aneka Niaga Tbk	34
3.2.2 Sekilas PT Multistrada Arah Sarana Tbk	38
4. ANALISIS DAN PEMBAHASAN	41
4.1 Analisis Makro Ekonomi	41
4.2 Analisis Industri	44
4.2.1 Analisis Industri Karet	44
4.2.2 Analisis Industri Ban	49

4.3	Analisis Kinerja Keuangan Perusahaan	54
4.3.1	Analisis Kinerja Keuangan PSDN	54
4.3.2	Analisis Kinerja Keuangan MASA	57
4.4	Penilaian Nilai Intrinsik PSDN dengan Menggunakan Metode <i>Discounted Cash Flow (DCF)</i>	62
4.5	Penilaian Nilai Intrinsik MASA dengan Menggunakan Metode <i>Discounted Cash Flow (DCF)</i>	69
4.6	Proforma Laporan Keuangan Perusahaan Pasca Merger	75
4.6.1	Proyeksi Keuangan Perusahaan Pasca Merger	77
4.6.2	Analisis Nilai Sinergi	79
4.7	Beberapa Hal Penting yang Harus Diperhatikan	81
5	KESIMPULAN DAN SARAN	83
5.1	Kesimpulan	83
5.2	Saran	85
	DAFTAR PUSTAKA	86

## DAFTAR TABEL

Tabel 1.1	Supply/Demand Balance for Natural Rubber	2
Tabel 1.2	Natural Rubber Production	3
Tabel 3.1	Ekspor Karet Indonesia Berdasarkan Tipe dan <i>Grade</i>	32
Tabel 3.2	Bidang Usaha, Komoditas, dan Domisili PSDN dan Anak Perusahaan	36
Tabel 4.1	Statistik Karet Alam Indonesia 2001 - 2005	47
Tabel 4.2	Proyeksi Konsumsi Karet Dunia	47
Tabel 4.3	Ringkasan Laporan Keuangan dan Rasio Keuangan Penting PT Prasadha Aneka Niaga Tbk	54
Tabel 4.4	Ringkasan Laporan Keuangan dan Rasio Keuangan Penting PT Multistrada Arah Sarana Tbk	58
Tabel 4.5	Asumsi Dasar PT Aneka Coffee Industry	63
Tabel 4.6	Asumsi Dasar PT Prasadha Aneka Niaga Tbk	64
Tabel 4.7	Proyeksi Keuangan PT Prasadha Aneka Niaga Tbk	65
Tabel 4.8	Proyeksi FCFE PT Prasadha Aneka Niaga Tbk	66
Tabel 4.9	Perhitungan <i>Cost of Capital</i> PT Prasadha Aneka Niaga Tbk	68
Tabel 4.10	Perhitungan Nilai Intrinsik PT Prasadha Aneka Niaga Tbk	68
Tabel 4.11	Perhitungan <i>Expected Growth</i> PT Prasadha Aneka Niaga Tbk	69
Tabel 4.12	Asumsi volume produksi dan penjualan PT Multistrada Arah Sarana Tbk	70
Tabel 4.13	Asumsi-asumsi Dasar PT Multistrada Arah Sarana Tbk	72
Tabel 4.14	Proyeksi Keuangan PT Multistrada Arah Sarana Tbk	71
Tabel 4.15	Proyeksi FCFE PT Multistrada Arah Sarana Tbk	73
Tabel 4.16	Perhitungan <i>Cost of Capital</i> PT Multistrada Arah Sarana Tbk	74
Tabel 4.17	Perhitungan Nilai Intrinsik PT Multistrada Arah Sarana Tbk	75
Tabel 4.18	Perhitungan <i>Expected Sustainable Growth</i> PT Multistrada Arah Sarana Tbk	75
Tabel 4.19	Proforma Laporan Keuangan PT Multistrada Arah Sarana Tbk Pasca Merger per 31 Desember 2007	76
Tabel 4.20	Proyeksi Neraca PT Multistrada Arah Sarana Tbk Pasca Merger	78
Tabel 4.21	Proyeksi Laporan Rugi Laba PT Multistrada Arah Sarana Tbk Pasca Merger	79
Tabel 4.22	Proyeksi FCFE PT Multistrada Arah Sarana Tbk Pasca Merger	80
Tabel 4.23	Perhitungan WACC PT Multistrada Arah Sarana Tbk Pasca Merger	80
Tabel 4.24	Perhitungan <i>Expected Growth Rate</i> PT Multistrada Arah Sarana Tbk Pasca Merger	80
Tabel 4.25	Perhitungan Nilai Perusahaan PT Multistrada Arah Sarana Tbk Pasca Merger	81

## DAFTAR GAMBAR

Gambar 3.1	Penjualan Ban Mobil Indonesia	28
Gambar 3.2	Penjualan Ban Sepeda Motor Indonesia	30
Gambar 3.3	Permintaan Karet Dunie 1990 - 2006	33
Gambar 3.4	Struktur Organisasi PT Prasihha Aneka Niaga Tbk	35
Gambar 3.5	Komposisi Tujuan Penjualan Ekspor MASA tahun 2006	39
Gambar 4.1	Indeks Kepercayaan Konsumen	42
Gambar 4.2	CEI dan SBI 1 bulan	43
Gambar 4.3	Proyeksi Penjualan Mobil Indonesia	52

# BAB 1

## PENDAHULUAN

### 1.1 Latar Belakang Masalah

Pertumbuhan penjualan kendaraan bermotor khususnya roda empat dalam beberapa tahun terakhir telah menunjukkan tren yang positif. Pertumbuhan tersebut disebabkan karena adanya stabilitas makro ekonomi yang turut memberikan ruang bagi penurunan suku bunga acuan (BI Rate). Penurunan BI Rate tersebut menyebabkan biaya dana (*cost of fund*) menjadi rendah sehingga memicu makin maraknya fasilitas pembiayaan konsumen baik dari perbankan maupun dari perusahaan-perusahaan pembiayaan. Fasilitas pembiayaan konsumen tersebut disambut baik oleh konsumen yang juga mengalami peningkatan daya beli akibat pertumbuhan ekonomi yang berkesinambungan selama beberapa tahun terakhir. Menurut pengamat ekonomi Hendri Saparini (Koran Tempo, 14 Februari 2008) sebanyak 85 persen penjualan kendaraan bermotor menggunakan sistem kredit.

Pada akhir 2007, penjualan mobil mencapai 434.449 unit atau tumbuh 36,2 persen dibanding 2006, yang tercatat 318.904 unit. Sedangkan penjualan sepeda motor pada akhir 2007 sebanyak 4,7 juta unit atau tumbuh 5,9 persen dari 2006 sebesar 4,43 juta unit. Sepanjang Januari 2008, penjualan mobil naik mencapai 41.377 unit atau naik 54 persen dibanding bulan yang sama tahun lalu sebanyak 26.830 unit. Adapun penjualan sepeda motor sepanjang Januari 2008 sebanyak 473.060 unit, naik dari pencapaian periode yang sama 2007 sebesar 342.773 unit (Koran Tempo, 14 Februari 2008).

Danareksa Research Institute memperkirakan penjualan mobil dan sepeda motor nasional masing-masing akan mencapai 493.000 unit dan 5.444.000 unit di tahun 2008 karena adanya perbaikan ekonomi, produk-produk baru, dan adanya fasilitas pembiayaan.

Pertumbuhan penjualan kendaraan bermotor ini tentu saja turut memicu peningkatan akan permintaan ban untuk kendaraan bermotor. PT Multistrada Arah Sarana Tbk ("MASA") sebagai produsen ban kendaraan bermotor khususnya mobil tentu juga menikmati fenomena ini. Untuk menyerap permintaan tersebut MASA harus menjaga kesinambungan pasokan bahan baku berupa karet olahan (*Standard Indonesian Rubber – SIR*). Adanya fluktuasi harga karet mentah secara otomatis akan mempengaruhi juga fluktuasi SIR, hal ini tentu tidak menguntungkan bagi produsen ban seperti MASA. Ditambah lagi peningkatan permintaan karet dunia juga menimbulkan kelangkaan pasokan yang dapat mengganggu kesinambungan produksi. Tabel-tabel berikut merupakan statistik karet sampai dengan Agustus 2007.

Tabel 1.1 *Supply/Demand Balance for Natural Rubber ('000 tonnes)*

	2003	2004	2005	2006	2007	2007	12 Months
	Total	Total	Total	Total	Apr to Jun	Jul to Aug	to Aug
World Production	8,062	8,676	8,828	9,585	2,167	1,776	9,730
World Consumption	8,118	8,624	9,063	9,421	2,487	1,612	9,663
Change in Stocks	-56	52	-234	164	-320	155	88
Total Stocks at End Period	1,869	1,921	1,687	1,851	1,471	1,636	1,471
LMC Index of World NR Stocks	120.1	120.3	115.8	113.9	112.3	114.3	117.1
Avg. RSS3 price (UK p/kg)	74.1	86.4	99.5	137.7	147.2	141.1	132.6
Natural (TSR20, NY)/SBR Ratio	0.85	0.99	0.96	1.24			

Note: Figures in italics are estimates.

The LMC Stock Index measures the ratio stocks to the previous three months consumption, both seasonally adjusted.

The base period is January 1988=100. World consumption includes INRO Buffer Stock purchases.

All tonnages rounded to the nearest 1,000

Sumber: LMC International Ltd, Agustus 2007

Tabel 1.2 *Natural Rubber Production ('000 tonnes)*

	2003 Total	2004 Total	2005 Total	2006 Total	2007 Apr to Jun	2007 Jul to Aug	12 Months to Aug 2007	% Change on 12 Months to Aug 2007
Malaysia	986	1,169	1,126	1,265	264	221	1,214	-1.3%
Indonesia	1,798	2,018	2,218	2,488	596	479	2,500	2.7%
Thailand	2,849	2,965	2,904	3,079	629	565	3,169	8.1%
China	565	575	514	533	130	97	538	2.3%
India	708	743	772	853	192	125	855	2.2%
Vietnam	363	399	443	496	128	104	529	11.4%
Sri Lanka	91	93	104	111	28	17	113	4.0%
Cote d'Ivoire	132	139	146	159	41	28	164	6.4%
Liberia	106	96	114	102	24	17	100	-6.3%
Others	464	480	487	499	134	123	550	11.0%
Total	8,062	8,676	8,828	9,585	2,167	1,776	9,730	4.6%

Sumber: LMC International Ltd, Agustus 2007

Kontinuitas pasokan bahan baku karet dapat dijaga apabila MASA memiliki ini sumber pasokan SIR sendiri. Salah satu cara yang dapat ditempuh untuk menjaga kontinuitas pasokan tersebut adalah dengan cara mengakuisisi perusahaan perkebunan terutama yang bergerak pada komoditi karet.

Salah satu perusahaan yang bergerak di bidang komoditi perkebunan adalah PT Prasadha Aneka Niaga Tbk ("PSDN"). PSDN pada awal berdirinya bergerak di bidang pengolahan karet, kopi, kakao, lada hitam, vanila dan tapioka. Namun saat ini PSDN hanya fokus kepada komoditi karet dan kopi. Hal ini disebabkan karena PSDN kekurangan modal kerja akibat kesulitan keuangan yang berlangsung sejak pasca krisis pada akhir 1990-an hingga saat ini.

Saat ini PSDN sedang membutuhkan dana untuk tambahan modal kerja serta untuk meningkatkan utilisasi. Untuk keperluan tersebut PSDN mencari investor strategis yang dapat memberikan pendanaan tersebut.

Menilik dari kondisi-kondisi yang dialami oleh PSDN dan MASA di atas, kedua perusahaan tersebut memiliki potensi untuk melakukan suatu penggabungan usaha untuk mencapai sinergi. PSDN sedang mengalami kesulitan keuangan namun memiliki prospek yang masih baik, sedangkan MASA memerlukan kepastian pasokan bahan baku untuk menunjang kontinuitas produksinya. Dengan demikian suatu potensi sinergi dapat terjadi di apabila MASA mengakuisisi sebagian saham PSDN.

## 1.2 Perumusan Masalah

Permasalahan yang akan diteliti dalam tulisan ini adalah sebagai berikut:

1. Berapakah nilai intrinsik dari PT Prasadha Aneka Niaga Tbk sebagai perusahaan target?
2. Berapakah nilai sinergi yang dihasilkan dari akuisisi tersebut?

## 1.3 Tujuan Penelitian dan Manfaat Penelitian

Tujuan penulisan ini adalah untuk:

- Untuk mengetahui berapa nilai intrinsik PSDN sebagai perusahaan target, sehingga tidak menimbulkan *over-investment* bagi MASA selaku perusahaan pengakuisisi.
- Untuk mengetahui berapa nilai sinergi yang tercipta dari akuisisi tersebut.

Sedangkan manfaat dari penulisan ini adalah:

- Untuk memberikan gambaran kepada manajemen kedua perusahaan mengenai aspek-aspek khususnya aspek finansial yang harus diperhatikan dalam melakukan aksi korporasi ini.
- Untuk memberikan alternatif kesempatan aksi korporasi yang prospektif bagi kedua perusahaan.

#### 1.4 Lingkup Pembahasan

Proses penggabungan usaha merupakan suatu proses yang meliputi berbagai aspek dari berbagai disiplin ilmu. Selain itu proses penggabungan usaha ini hanya merupakan wacana dan belum tentu terjadi. Oleh karena itu untuk membatasi sudut pandang permasalahan, tulisan ini hanya membahas aspek finansial sebagai implikasi dari penggabungan usaha tersebut. Proyeksi keuangan kedua perusahaan akan menggunakan laporan keuangan tahun 2007 sebagai tahun acuan dengan skenario penggabungan usaha tersebut akan dilakukan pada tahun 2008.

#### 1.5 Metodologi Penelitian

Tulisan ini akan menggunakan literatur-literatur baik buku maupun artikel yang relevan dengan penelitian sebagai acuan. Metodologi pengumpulan data yang akan digunakan dalam tulisan ini adalah pengumpulan data sekunder yang dapat diakses melalui *public domain*. Data-data tersebut adalah: laporan keuangan yang telah diaudit oleh auditor independen, laporan tahunan perusahaan, publikasi-publikasi yang relevan, informasi dari *data provider* seperti Bloomberg, serta tinjauan pustaka. Perhitungan nilai perusahaan akan menggunakan *discounted cash flow* berdasarkan proyeksi keuangan.

#### 1.6 Sistematika Penulisan

Tulisan ini terdiri dari 5 (lima) bagian yang saling terkait dimana masing-masing bagian diarahkan untuk mendukung topik utama yaitu penggabungan usaha antara dua perusahaan yang memiliki bisnis yang saling menunjang. Sistematika penulisan karya akhir ini adalah sebagai berikut:

- Bab I : Pendahuluan

Bab ini merupakan gambaran besar dari ide dasar penulisan karya akhir dan aspek-aspek yang akan dibahas pada bab-bab selanjutnya. Bab ini mencakup latar belakang permasalahan, perumusan masalah, tujuan dan manfaat penelitian, lingkup pembahasan, dan sistematika penulisan.

- Bab II : Landasan Teori

Bab ini merupakan kerangka teori berupa prinsip-prinsip yang akan digunakan dalam proses penggabungan usaha, metode valuasi, serta metode pencatatan akuntansi.

- Bab III : Gambaran Umum Industri dan Perusahaan

Bab ini berisi pembahasan singkat mengenai industri dimana kedua perusahaan bergerak yaitu industri karet dan ban mobil. Pada bab ini juga akan diulas latar belakang dan kegiatan usaha MASA dan PSDN.

- Bab IV : Analisis dan Pembahasan

Bab ini membahas analisis kinerja keuangan PT Multistrada Arah Sarana Tbk dan PT Prasadha Aneka Niaga Tbk sebelum penggabungan usaha, valuasi dan kelayakan harga saham PT Prasadha Aneka Niaga Tbk sebagai perusahaan target. Setelah itu, analisis dilanjutkan dengan melakukan proforma laporan keuangan perusahaan pasca penggabungan usaha untuk mengetahui kinerja perusahaan pasca penggabungan usaha.

- Bab V : Kesimpulan dan Saran

Bab ini memuat kesimpulan setelah analisis secara komprehensif dilakukan pada bab-bab sebelumnya serta saran-saran yang relevan yang dapat dipertimbangkan manajemen untuk pengambilan keputusan.

## BAB 2

### LANDASAN TEORI

#### 2.1. Penggabungan Usaha (Merjer), Pengambil-alihan (Akuisisi), dan Peleburan (Konsolidasi)

##### 2.1.1. Definisi

Menurut Pasal 102 UU No. 1 Tahun 1995 tentang Perseroan Terbatas ("UUPT"), merjer atau penggabungan usaha dapat diartikan sebagai suatu perbuatan hukum yang dilakukan oleh satu perseroan atau lebih yang menggabungkan diri menjadi satu dengan perseroan yang telah ada. Sedangkan akuisisi atau pengambil-alihan merupakan suatu perbuatan hukum yang dilakukan oleh badan hukum – baik yang berbentuk perseroan maupun bukan perseroan – untuk mengambil-alih seluruh atau sebagian besar saham perseroan yang dapat mengakibatkan beralihnya pengendalian terhadap perseroan tersebut (Pasal 103 UUPT). Konsolidasi atau peleburan usaha merupakan perbuatan hukum yang dilakukan dua perseroan atau lebih untuk meleburkan diri dengan cara masing-masing membubarkan diri dan membentuk satu perseroan baru.<sup>1</sup>

Ada tiga bentuk prosedur hukum dalam proses penggabungan usaha ini yaitu *merger or consolidation*, *acquisition of stock*, dan *acquisiton of asset*.<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> Suta, I Putu Gede Ary, *Aspek Hukum Merger dan Akuisisi Bagi Perusahaan yang 'Go Publik'*, Media Indonesia, 4 November 1996, hal. 9.

<sup>2</sup> Ross, Westerfield, Jaffe, *Corporate Finance*, 7<sup>th</sup> edition, McGraw Hill, 2005, hal. 797.

- *Merger or Consolidation*

Merger merujuk pada penggabungan suatu perusahaan oleh perusahaan lainnya. Perusahaan yang mengakuisisi mempertahankan nama dan identitasnya, dan perusahaan tersebut mengambil alih seluruh aset dan kewajiban perusahaan yang diambil alih. Setelah merger, perusahaan yang diakuisisi tidak lagi menjadi entitas bisnis tersendiri.

Konsolidasi mirip dengan merger, tetapi dalam konsolidasi penggabungan usaha menghasilkan suatu perusahaan baru. Dalam suatu konsolidasi, eksistensi hukum perusahaan yang mengakuisisi maupun yang diakuisisi menjadi hilang dan masing-masing menjadi bagian dari perusahaan baru tersebut. Dalam konsolidasi, perbedaan antara perusahaan yang mengakuisisi dan perusahaan yang diakuisisi tidaklah penting. Namun, peraturan dalam merger dan konsolidasi pada dasarnya adalah sama. Akuisisi dengan cara merger maupun konsolidasi mengakui adanya kombinasi dari aset dan kewajiban masing-masing perusahaan pengakuisisi dan yang diakuisisi.

- *Acquisition of Stock*

Cara lain untuk mengakuisisi perusahaan lain adalah dengan membeli saham perusahaan target. Prosedur ini dapat diawali dengan suatu *private offer* dari manajemen suatu perusahaan ke manajemen perusahaan target. Penawaran juga dapat dilakukan secara langsung ke para pemegang saham perusahaan target. Cara ini dapat ditempuh melalui prosedur *tender offer*. *Tender offer* adalah penawaran kepada publik untuk membeli saham suatu perusahaan. *Tender offer* ini dilakukan secara langsung oleh perusahaan kepada para pemegang saham perusahaan target. Penawaran tersebut dikomunikasikan kepada para pemegang saham perusahaan target melalui pengumuman publik seperti iklan di surat kabar.

- *Acquisition of Asset*

Suatu perusahaan dapat mengakuisisi perusahaan lain dengan cara membeli seluruh aset, dengan persetujuan pemegang saham perusahaan target tersebut. Akuisisi dengan pendekatan ini dapat menghindari permasalahan yang mungkin timbul dari pemegang saham minoritas, seperti yang dapat terjadi melalui metode *acquisition of stock*. *Acquisition of assets* ini melibatkan *transfer of title* dari aset-aset yang diakuisisi, dimana proses hukumnya memerlukan biaya yang tinggi.

### 2.1.2. Tipe dan Karakteristik Merjer

Para ekonom telah mengelompokkan merjer menurut level aktivitas ekonomi, apakah mereka berada pada level aktivitas ekonomi (eksplorasi, produksi atau manufaktur, distribusi *wholesale*, atau distribusi retail hingga ke konsumen akhir) yang sama atau tidak. Berdasarkan keterkaitan dengan level aktivitas ekonomi tersebut, merjer dikelompokkan menjadi tiga bentuk yaitu *Horizontal Mergers*, *Vertical Mergers*, dan *Conglomerate Mergers*.<sup>3</sup>

#### a. *Horizontal Mergers*

*Horizontal mergers* melibatkan dua perusahaan yang beroperasi dan berkompetisi pada level aktivitas bisnis yang sama. Contohnya adalah akuisisi Mobil oleh Exxon pada tahun 1999. Motif dari merjer jenis ini biasanya untuk mendapat keuntungan skala ekonomis (*economies of scale*) karena terbentuknya skala operasi yang lebih besar karena adanya penggabungan usaha. Motif lain yang melatar belakangi *horizontal mergers* antara lain adalah kebijakan pemerintah atau monopoli (karena makin sedikitnya jumlah perusahaan yang bersaing).

---

<sup>3</sup> Weston, J. Fred, Mark L. Mitchell, J. Harold Mulherin, *Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance*, 4<sup>th</sup> edition, Pearson Education, Inc., New Jersey, 2004. Hal. 6.

b. *Vertical Mergers*

*Vertical mergers* terjadi antara perusahaan-perusahaan yang berada pada level operasional produksi yang berbeda. Tujuan dari merger jenis ini biasanya untuk melakukan integrasi ke arah hulu (bahan baku, sumber energi, dan lain-lain) atau hilir (distribusi, transportasi, dan lain-lain). Contohnya PT Indofood Sukses Makmur Tbk yang mengakuisisi PT Bogasari Flour Mill (hulu), atau PT Bumi Resources Tbk yang mengakuisisi Enercorp Ltd., suatu perusahaan agen pemasaran (hilir). Keuntungan dari integrasi ini antara lain efisiensi yang terjadi karena tereliminirnya biaya-biaya transaksi seperti pembuatan kontrak, pembayaran atau penagihan. Selain itu, perencanaan persediaan dan produksi yang lebih pasti akibat adanya kepastian pasokan juga dapat meningkatkan efisiensi.

c. *Conglomerate Mergers*

*Conglomerate mergers* merupakan penggabungan usaha yang terjadi antara perusahaan-perusahaan yang tidak saling terkait jenis bidang usahanya. Tujuan dari penggabungan usaha ini bukan untuk mendiversifikasi risiko seperti halnya dalam menyusun portofolio investasi. Motif dari penggabungan usaha ini lebih cenderung untuk meningkatkan alokasi sumber daya, potensi sinergi, serta *transfer of knowledge* dan *transfer of know-how*.

### 2.1.3. Motif dan Alasan dalam Merjer dan Akuisisi

Ada beberapa motif dan alasan suatu perusahaan melakukan merjer dan akuisisi. Motif utama yang mendasari adanya merjer dan akuisisi adalah untuk ekspansi eksternal. Hal ini karena pengembangan usaha melalui ekspansi eksternal dengan mengakuisisi lini bisnis atau penetrasi ke suatu area geografis lebih cepat dibandingkan dengan pertumbuhan organik. Dalam mengejar ekspansi, perusahaan yang melakukan merjer dan akuisisi akan mencari keuntungan-keuntungan sinergis.<sup>4</sup>

Alasan lain yang mendorong suatu perusahaan melakukan merjer dan akuisisi adalah karena adanya perubahan teknologi, globalisasi dan perdagangan bebas, regulasi dan deregulasi, serta adanya kondisi perekonomian dan keuangan dalam dua dekade terakhir.

## 2.2. Menentukan Nilai Sinergi dari Merger

Sinergi dari suatu penggabungan usaha merupakan perbedaan nilai antara nilai perusahaan setelah merjer dan jumlah nilai kedua perusahaan apabila berdiri sendiri-sendiri, atau dapat dirumuskan sebagai berikut:<sup>5</sup>

$$\text{Sinergi} = V_{AB} - (V_A + V_B) \quad (1)$$

Dimana  $V_{AB}$  merupakan nilai perusahaan pasca merjer,  $V_A$  dan  $V_B$  merupakan nilai masing-masing perusahaan A dan B pada saat masih berdiri sendiri-sendiri.

<sup>4</sup> Gaughan, Patrick A., *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring*, John Wiley & Sons, Canada, 1999, hal. 8.

<sup>5</sup> Ross, Westerfield, Jaffe, *Corporate Finance*, 7<sup>th</sup> edition, McGraw Hill, 2005, hal. 802.

Atau, nilai sinergi juga dapat ditentukan dengan menggunakan metode *discounted cash flow*:<sup>6</sup>

$$\text{Sinergi} = \sum_{t=1}^T \frac{\Delta CF_t}{(1+r)^t} \quad (2)$$

Dimana  $\Delta CF_t$  merupakan selisih antara arus kas perusahaan gabungan (perusahaan AB) pada tanggal t dan total arus kas kedua perusahaan yang berdiri sendiri-sendiri (perusahaan A dan B).

### 2.3. Sumber Sinergi dari Akuisisi

Sinergi dari suatu akuisisi dapat terjadi karena peningkatan tingkat pendapatan (*revenue enhancement*), pengurangan biaya (*cost reduction*), insentif pajak (*tax gains*), dan biaya modal yang lebih rendah (*lower cost of capital*).<sup>7</sup>

#### a. *Revenue enhancement*

Salah satu alasan penting dari akuisisi adalah perusahaan yang bergabung dapat menciptakan tingkat pendapatan yang lebih besar daripada dua perusahaan yang terpisah. Peningkatan pendapatan ini dapat berasal dari:

- Perbaikan pemasaran (iklan, jaringan distribusi, hingga bauran produk).
- Keuntungan-keuntungan strategis berupa potensi adanya kesempatan baru berdasarkan *intangible relationships*. Contohnya adalah Procter & Gamble mampu untuk memproduksi berbagai produk turunan kertas (popok, pembalut wanita, tisu) yang berkualitas karena dapat mengambil keuntungan dari akuisisi perusahaan kertas Charmin Paper Company.

<sup>6</sup> Ibid, hal. 802.

<sup>7</sup> Ibid, hal. 802.

- Kekuatan pasar atau monopoli. Perusahaan dapat melakukan akuisisi untuk mengurangi persaingan. Jika demikian, maka harga jual dapat ditingkatkan sehingga keuntungan-keuntungan monopoli dapat diperoleh.

b. *Cost Reduction*

Salah satu alasan mendasar dari akuisisi adalah adanya efisiensi operasional. Efisiensi operasional ini dapat berasal dari:

- *Economies of Scale* yang terjadi pada saat perusahaan beroperasi pada skala optimal. Hal ini karena biaya rata-rata produksi menurun saat level produksi meningkat.
- *Economies of Vertical Integration*. Tujuan utama dari akuisisi vertikal adalah untuk memudahkan koordinasi antar aktivitas-aktivitas operasional yang saling berhubungan. Contohnya adalah perusahaan penerbangan yang mengakuisisi jaringan hotel.
- *Complementary Resources*. Perusahaan melakukan penggabungan usaha untuk memaksimalkan sumber-sumber daya yang ada. Contohnya adalah merger antara perusahaan peralatan ski dan perusahaan perlengkapan tenis. Hal ini dilakukan untuk memaksimalkan kapasitas toko dan kontinuitas penjualan selama musim panas dan musim dingin.
- *Elimination of Inefficient Management*. Manajemen yang ada pada beberapa kasus tidak mengerti adanya perubahan lingkungan bisnis. Mereka sering kali sulit untuk meninggalkan strategi dan gaya manajemen yang telah diformulasikan selama bertahun-tahun. Merger dan akuisisi dapat dilihat sebagai bagian dari restrukturisasi manajemen.

c. *Tax Gains*

Beberapa keuntungan pajak yang dapat diperoleh dari suatu akuisisi antara lain keuntungan pajak dari provisi atas *carryback* dan *carryforward*, serta optimalisasi dari kapasitas hutang yang masih belum terpakai (*unused debt capacity*). Keuntungan pajak juga dapat diperoleh apabila kelebihan dana (*surplus funds*) suatu perusahaan digunakan untuk membeli saham perusahaan lain.

d. *Lower Cost of Capital*

*Cost of capital* sering kali dapat ditekan pada saat dua perusahaan melakukan merger. Hal ini karena biaya untuk menerbitkan instrumen pasar modal (*securities*) berhubungan erat dengan skala ekonomisnya. Biaya untuk menerbitkan obligasi dan saham menjadi lebih rendah apabila dana yang digalang dari masyarakat lebih besar.

#### 2.4. Analisis Strategis Merjer

Menurut Gaughan integrasi vertikal melibatkan perusahaan-perusahaan yang mendekati diri ke sumber pasokan (*backward integration*) atau konsumen (*forward integration*)<sup>8</sup>. Oleh karena itu akuisisi perusahaan yang bergerak dibidang agrikultur terutama kopi dan karet produsen ban dalam tulisan ini dapat dikategorikan sebagai integrasi vertikal, atau lebih spesifik merupakan *backward integration*.

Perusahaan melakukan integrasi vertikal untuk beberapa alasan. Dalam kasus akuisisi perusahaan agrikultur oleh produsen ban, integrasi dilakukan untuk menjamin sumber pasokan bahan baku karet. Ketergantungan atas pemasok tidak hanya karena ketersediaan pasokan, tapi juga standar kualitas dan ketepatan waktu pengiriman. Kualitas bahan baku yang standar dapat menekan biaya produksi dan ketepatan waktu pengiriman akan menekan biaya persediaan.

---

<sup>8</sup> Gaughan, Patrick A. *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, 2<sup>nd</sup> edition. John Wiley & Sons, New York. 1999, hal. 153.

Selain itu, integrasi juga dilakukan untuk mendapatkan *cost advantage* atas para kompetitor. Sebagai ilustrasi adalah produsen mobil yang membeli ban dari produsen ban seharga \$40 per unit ban, yang diasumsikan merupakan harga yang kompetitif untuk tipe ban tersebut. Biaya bahan baku produsen mobil tersebut sudah terdiri dari profit produsen ban sebesar \$5. Apabila produsen mobil membeli pabrik produsen ban tersebut, yang kemudian menjadi anak perusahaan, produsen mobil tersebut masih akan membukukan biaya ban sebesar \$40. Dengan demikian imbal hasil produsen mobil tersebut masih sama dengan tingkat pengembalian sebelum akuisisi. Namun, investasi pada anak perusahaan (produsen ban) akan memberikan nilai positif \$5 untuk setiap ban yang dipasang.

*Cost advantage* lain dapat berupa biaya transaksi yang dapat ditekan. Apabila produsen memiliki pemasok, produsen tersebut dapat memprediksi *supply cost* dimasa mendatang dan menghindari ketidakpastian yang berhubungan dengan negosiasi ulang perjanjian pengadaan pasokan.

## 2.5. Evaluasi Kondisi Keuangan Perusahaan

Banyak dokumen finansial yang harus ditelaah sebelum melakukan valuasi. Analisis harus dilakukan pada kedua pihak baik *acquirer* maupun perusahaan target. Hal ini dilakukan untuk memastikan bahwa transaksi ini memberikan hasil yang maksimal untuk pemegang saham. Sebagai bagian dari analisis ini kita dapat meneliti beberapa elemen kunci dari laporan keuangan.

Laporan keuangan paling mendasar adalah neraca, laporan laba-rugi, dan laporan arus kas. Masing-masing laporan tersebut memiliki beberapa hal yang harus dipertimbangkan dalam melakukan evaluasi, yaitu:

- Neraca, beberapa hal yang harus diperhatikan adalah: *understated liabilities*, aset-aset berkualitas rendah, *overstated receivables*, persediaan, valuasi dari *marketable securities*, dan *intangible assets*.
- Laporan laba-rugi, yang harus diperhatikan: kualitas laba dan pengakuan pendapatan.

- Laporan arus kas, yang harus diperhatikan adalah arus kas bebas. Tiap pembaca laporan keuangan sering mendefinisikan arus kas bebas dengan definisi yang berbeda antara satu dengan yang lain.

Selain neraca, laba-rugi, dan arus kas, dalam suatu merjer juga harus dilakukan analisis rasio keuangan. Dengan menggunakan rasio, komparasi dengan perusahaan sejenis lebih mudah dilakukan. Beberapa rasio yang paling umum dibedakan menjadi empat kategori yaitu rasio likuiditas, rasio aktivitas, *financial leverage ratios* dan rasio profitabilitas.<sup>9</sup>

### 1. Rasio Likuiditas

Rasio likuiditas mengukur kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Dua rasio likuiditas yang paling mendasar adalah *current ratio* dan *quick ratio*.

$$\text{Current ratio} = \frac{\text{Current assets}}{\text{Current liabilities}} \quad (3)$$

$$\text{Quick ratio} = \frac{\text{Current Assets} - \text{Inventories}}{\text{Current liabilities}} \quad (4)$$

Semakin likuid suatu perusahaan, semakin tinggi *current ratio* dan *quick ratio* perusahaan tersebut.

---

<sup>9</sup> Ibid, hal. 473.

## 2. Rasio Aktivitas

Rasio aktivitas mencerminkan kecepatan dari beberapa akun untuk dikonversikan menjadi kas. Rasio aktivitas menjadi suplemen penting dari rasio likuiditas karena rasio likuiditas tidak menyediakan informasi dari komposisi aset-aset perusahaan. Beberapa rasio aktivitas penting antara lain:

- *Inventory turnover*

$$\text{Inventory turnover} = \frac{\text{Cost of goods sold}}{\text{Average inventory}} \quad (5)$$

Rasio ini menunjukkan seberapa sering perputaran persediaan suatu perusahaan dalam satu tahun.

- *Fixed asset turnover*

$$\text{Fixed asset turnover} = \frac{\text{Sales}}{\text{Net fixed asset}} \quad (6)$$

Rasio ini mencerminkan sampai sejauh mana suatu perusahaan memanfaatkan *fixed asset*-nya untuk mendorong penjualan.

- *Total asset turnover*

$$\text{Total asset turnover} = \frac{\text{Sales}}{\text{Total assets}} \quad (7)$$

Rasio ini menunjukkan seberapa efektif suatu perusahaan memaksimalkan seluruh asetnya.

### 3. *Financial Leverage Ratios*

*Financial leverage ratios* mengacu pada jumlah utang yang digunakan perusahaan dibandingkan dengan ekuitas atau total kapitalisasinya. Beberapa *financial leverage ratios* yang penting antara lain:

- *Debt ratio*

$$\text{Debt ratio} = \frac{\text{Total debt}}{\text{Total assets}} \quad (8)$$

Rasio utang biasanya dihitung dengan menambahkan utang jangka pendek dan utang jangka panjang. Rasio ini menunjukkan kemampuan perusahaan untuk melunasi kewajiban-kewajibannya.

- *Debt to equity ratio*

$$\text{Debt to equity} = \frac{\text{Long term debt}}{\text{Total equity}} \quad (9)$$

Saham preferen biasanya ikut diperhitungkan dalam utang jangka panjang karena pembagian dividen saham preferen adalah *fixed*.

Sulit untuk menilai rasio ini apakah baik atau tidak tanpa melihat arus kas perusahaan. Perusahaan dengan arus kas yang stabil dapat diprediksi akan mampu menangani tingkat utang yang lebih tinggi.

### 4. *Rasio Profitabilitas*

Rasio profitabilitas digunakan untuk mengukur laba dalam hubungannya dengan volume penjualan. Rasio-rasio ini antara lain:

- *Gross profit margin* = *gross profit / sales* (10)

- *Operating profit margin* = *EBIT / sales* (11)

- *Net profit margin* = *Earning after tax / sales* (12)

Rasio profitabilitas yang lain:

- *Return on Investment*

$$\text{ROI} = \text{Earnings after taxes} / \text{Total assets} \quad (13)$$

Rasio ini mengukur seberapa efektif manajemen menciptakan laba setelah pajak dengan menggunakan aset-aset perusahaan.

- *Return on Equity*

$$\text{ROE} = \text{Earnings after taxes} / \text{stockholders' equity} \quad (14)$$

Rasio ini mengukur imbal hasil yang diperoleh pemegang saham.

## 2.6. Penilaian Perusahaan Target

Penilaian perusahaan target akan dilakukan dengan menggunakan pendekatan *Discounted Cash Flow* (DCF). DCF merupakan nilai *present value* (PV) dari ekspektasi arus kas di masa mendatang. Arus kas tersebut dapat berupa dividen, *free cash flow to equity*, atau *free cash flow to the firm*. Karena perusahaan target adalah perusahaan yang sedang berada pada kondisi kesulitan keuangan, maka pembagian dividen diperkirakan tidak akan terjadi selama beberapa tahun kedepan. Oleh karena itu *dividen discount model* sebagai salah satu model dari DCF tidak sesuai untuk menilai perusahaan target.

Model pertama yang akan digunakan dalam DCF adalah dengan menggunakan model arus kas bebas ke ekuitas (*free cash flow to equity - FCFE*). Model ini digunakan untuk menilai hanya *claim* terhadap ekuitas. Nilai dari ekuitas ini diperoleh dengan cara mendiskontokan ekspektasi arus kas bebas ke ekuitas dengan *cost of equity*. Arus kas tersebut yaitu arus kas setelah memenuhi seluruh kewajiban biaya, kebutuhan *reinvestment*, pajak, dan pembayaran bunga serta pokok utang. Sedangkan *cost of equity* adalah

tingkat pengembalian yang diharapkan oleh investor ekuitas dalam perusahaan. Model ini dapat dirumuskan sebagai berikut:<sup>10</sup>

$$\text{Value of equity} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF \text{ to equity }_t}{(1+k_e)^t} \quad (15)$$

Dimana,

$CF \text{ to equity }_t = \text{expected cash flow to equity}$  dalam periode  $t$ .

$k_e = \text{cost of equity}$ .

Model kedua adalah untuk mengukur nilai seluruh perusahaan (*value of the firm*). *Value of the firm* ini diperoleh dari dengan cara mendiskontokan *expected cash flow to the firm* ( arus kas sisa setelah memenuhi seluruh biaya operasi, kebutuhan *reinvestment*, pajak, tetapi sebelum pembayaran utang) pada tingkat *weighted average cost of capital* (WACC). WACC adalah rata-rata tertimbang dari biaya modal perusahaan.<sup>11</sup>

$$\text{Value of firm} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF \text{ to firm }_t}{(1+WACC)^t} \quad (16)$$

Dimana,

$CF \text{ to firm }_t = \text{expected cash flow to firm}$  dalam periode  $t$ .

WACC = *weighted average cost of capital*.

<sup>10</sup> Damodaran, Aswath. *Investment Valuation*, 2<sup>nd</sup> edition. John Wiley & Sons, New York. 2002, hal. 13.

<sup>11</sup> *ibid*, hal. 13.

Dengan demikian input-input utama yang harus diperhatikan dalam melakukan penilaian dengan menggunakan model DCF adalah:

1. Tingkat diskonto (*discount rate*).

Tingkat diskonto di sini adalah *cost of equity* (untuk mencari nilai ekuitas) atau *cost of capital* (untuk mencari nilai perusahaan).

- *Cost of equity* adalah tingkat pengembalian yang diharapkan oleh investor dalam melakukan investasi ekuitas di suatu perusahaan. Untuk mencari *cost of equity* ini sering digunakan *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* dengan rumus:<sup>12</sup>

$$E(R) = R_f + \beta(R_m - R_f) \quad (17)$$

dimana:

$R_f$  = *risk free rate*. Merupakan tingkat pengembalian dalam instrument yang bebas risiko. Dalam prakteknya, instrumen utang pemerintah jangka pendek sering digunakan sebagai *risk free rate*, atau SBI tiga bulan dalam kasus Indonesia.

$\beta$  = beta, diestimasi dengan meregresikan tingkat pengembalian (*return*) saham terhadap tingkat pengembalian pasar.

$(R_m - R_f)$  = *market risk premium*. Merupakan premium yang diinginkan oleh investor dalam berinvestasi disuatu instrumen yang berisiko, relatif terhadap *risk free rate*. Peringkat negara (*country ratings*) dari lembaga pemeringkat internasional independen (S&P, Moody's, Fitch) sering digunakan sebagai acuan *market risk premium*.

---

<sup>12</sup> Ibid, hal. 183.

- *Cost of capital* adalah biaya setiap komponen modal yang terbobot menurut nilai pasar relatifnya, atau dapat dirumuskan sebagai berikut:<sup>13</sup>

$$WACC = k_e (E/(D+E)) + k_d (D/(D+E)) \quad (18)$$

Dimana,

$D$  = *Market value of debt*

$E$  = *Market value of equity*

$k_e$  = *cost of equity*, seperti yang telah dijabarkan di atas.

$k_d$  = *cost of debt*, merupakan biaya modal yang harus dibayarkan perusahaan apabila perusahaan tersebut menerbitkan instrumen utang. *Cost of debt* ini harus disesuaikan dengan manfaat pajak yang didapat dari utang tersebut. Dengan demikian *cost of debt* dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$k_d = \text{Interest rate on debt} (1 - \text{tax rate}) \quad (19)$$

## 2. Arus kas (*cash flow*).

Arus kas yang digunakan sebagai input dalam melakukan valuasi menggunakan model DCF adalah *free cash flow to equity* untuk mencari nilai ekuitas (*value of equity*) atau *free cash flow to the firm* untuk mencari nilai perusahaan (*value of the firm*).

- *Free cash flow to equity* (FCFE) merupakan arus kas setelah memenuhi seluruh kewajiban biaya, kebutuhan *reinvestment*, pajak, dan pembayaran bunga serta pokok utang, atau dapat dirumuskan sebagai berikut:<sup>14</sup>

<sup>13</sup> Damodaran, Aswath. *Presentation Material - Discounted Cash Flow Valuation: The Inputs*, hal. 72.

<sup>14</sup> *Ibid*, hal. 96.

Net Income

+ Depreciation & Amortization

= Cash flows from Operations to Equity Investors

- Preferred Dividends

- Capital Expenditures

- Working Capital Needs (Changes in Non-cash Working  
Capital)

- Principal Repayments

+ Proceeds from New Debt Issues

= **Free Cash flow to Equity** (20)

- *Free cash flow to the firm* (FCFF) merupakan arus kas sisa setelah memenuhi seluruh biaya operasi, kebutuhan *reinvestment*, pajak, tetapi sebelum pembayaran utang. FCFF dapat dicari dengan rumus:<sup>15</sup>

$$\text{EBIT} (1 - \text{tax rate}) - (\text{Capital Expenditures} - \text{Depreciation}) - \text{Change in Working Capital} = \text{Cash flow to the firm} \quad (21)$$

Pada saat mengestimasi arus kas kita sering kali melakukan perhitungan dengan berdasarkan laporan keuangan. Sampai sejauh mana laporan keuangan tersebut dapat diandalkan dalam melakukan estimasi arus kas kita sebaiknya mempertimbangkan hal-hal seperti standar akuntansi, *non-recurring charges*, perubahan metode pencatatan akuntansi serta apakah pendapatan pada tahun acuan (*base year*) terlalu tinggi atau terlalu rendah, sehingga diperlukan suatu normalisasi.

---

<sup>15</sup> Ibid, hal. 104.

### 3. Estimasi tingkat pertumbuhan (*growth rate*)

Beberapa cara untuk mengestimasi pertumbuhan antara lain:<sup>16</sup>

- Menilik tingkat pertumbuhan historis. Pertumbuhan historis dapat diestimasi baik dengan menggunakan rata-rata aritmatik atau geometrik, maupun dengan menggunakan model regresi. Dalam menggunakan estimasi pertumbuhan historis kita harus mempertimbangkan bagaimana pengaruh pendapatan negatif dan efek dari adanya pertumbuhan skala perusahaan terhadap estimasi tingkat pertumbuhan.
- Melihat dari fundamental. Pada dasarnya, pertumbuhan pendapatan dapat ditelusuri dari dua fundamental, yaitu: seberapa besar perusahaan melakukan investasi pada proyek-proyek baru dan berapa tingkat pengembalian yang dapat dihasilkan dari proyek-proyek tersebut.

### 4. Pola pertumbuhan (*growth pattern*)

Pada umumnya kita dapat membuat asumsi pada tiga pola pertumbuhan, yaitu:<sup>17</sup>

- Tidak ada pertumbuhan yang signifikan, dalam hal ini perusahaan diasumsikan sudah berada pada kondisi pertumbuhan stabil (*stable growth*).
- Akan ada pertumbuhan tinggi selama periode tertentu, pada akhir pertumbuhan tinggi tersebut perusahaan akan tumbuh pada tingkat pertumbuhan stabil (*2-stage*).
- Akan ada pertumbuhan tinggi selama periode tertentu, dan akan menurun secara bertahap hingga pada akhirnya mengalami tingkat pertumbuhan stabil (*3-stage*).

---

<sup>16</sup> Ibid, hal. 109.

<sup>17</sup> Ibid, hal. 141.

Sementara hal-hal yang menjadi faktor penentu pola tingkat pertumbuhan adalah:<sup>18</sup>

- Ukuran perusahaan. Semakin besar ukuran perusahaan, semakin sulit untuk mempertahankan tingkat pertumbuhan yang tinggi.
- Tingkat pertumbuhan saat ini. Memang tingkat pertumbuhan historis tidak selalu menjadi indikator yang baik untuk mengestimasi tingkat pertumbuhan yang akan datang. Namun, ada korelasi antara tingkat pertumbuhan historis dan tingkat pertumbuhan masa datang. Suatu perusahaan yang mengalami tingkat pertumbuhan 30% saat ini kemungkinan memiliki tingkat pertumbuhan yang lebih tinggi dan periode pertumbuhan lebih lama daripada perusahaan yang hanya mengalami tingkat pertumbuhan 10%.
- *Barriers to entry and differential advantages*. Tingkat pertumbuhan yang tinggi dihasilkan dari tingkat pengembalian yang tinggi dari proyek-proyek perusahaan. Tingkat pengembalian yang tinggi tersebut dipengaruhi oleh *barriers to entry* dan *differential advantages*.

## 2.7. Permasalahan dalam Proses Merjer dan Akuisisi

Merjer dan akuisisi juga dapat menimbulkan permasalahan baik dari aspek finansial maupun non-finansial. Menurut Dr. I Putu Gede Ary Suta, dari aspek finansial beberapa permasalahan yang dapat menyebabkan kegagalan merjer dan akuisisi adalah:

- Mahalnya proses merjer dan akuisisi yang disebabkan oleh banyaknya pihak-pihak yang terlibat seperti *brokers*, *investment bankers*, ahli hukum, dan kantor akuntan publik.
- Skema transaksi yang melibatkan cara pembayaran. Apabila pembayaran melibatkan jumlah utang yang cukup besar, maka transaksi ini dapat mengganggu kapasitas utang dan peringkat kredit dan perusahaan pengakuisisi, yang pada akhirnya akan menambah *cost of capital*.

---

<sup>18</sup> Ibid, hal. 142.

- Harga yang dibayarkan untuk mengakuisisi terlalu mahal. Hal ini disebabkan karena valuasi yang salah akibat kurang baiknya proses uji tuntas (*due diligence*), kurang mengerti model bisnis, dan lain-lain.
- Kegagalan dalam pencapaian proyeksi yang dibuat akibat berubahnya arah perekonomian, hilangnya pasar akibat produk-produk substitusi atau selera pasar yang berubah, dan lain-lain.

Disamping hal-hal yang berkaitan dengan aspek finansial seperti di atas, proses merger dan akuisisi juga harus memperhatikan permasalahan yang dapat timbul dari aspek non-finansial seperti:

- Perbedaan budaya usaha antara dua perusahaan yang berbeda dapat menimbulkan ketidakharmonisan yang pada akhirnya akan mengurangi kinerja.
- Dalam kasus *conglomerate merger* terdapat kemungkinan bahwa *acquiring company* tidak memiliki pengalaman dibidang usaha yang baru diakuisisi.
- Kegagalan dalam mempertahankan dan meningkatkan motivasi pegawai dari *target company*.

## BAB 3

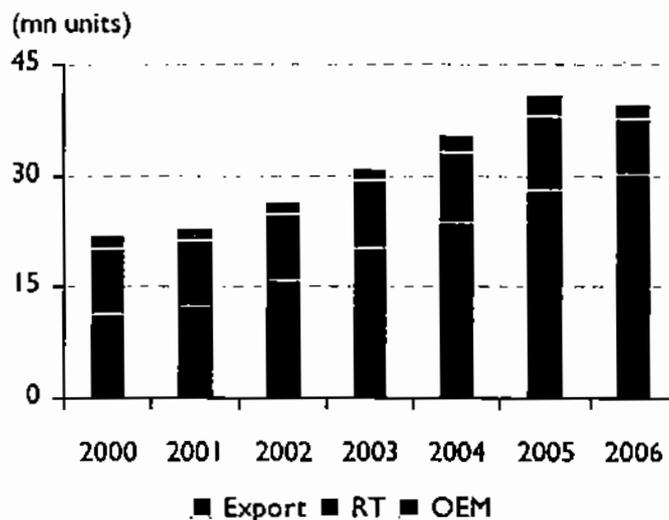
### GAMBARAN UMUM INDUSTRI DAN PERUSAHAAN

#### 3.1 Gambaran Umum Industri

##### 3.1.1 Industri Ban Nasional

Menurut laporan dari Mandiri Sekuritas, pasar ban nasional dapat dikelompokkan menjadi tiga kelompok yaitu *replacement tire* (RT), *Original Equipment for Manufacturer* (OEM), dan ekspor. Berdasarkan data, penjualan tertinggi adalah untuk ekspor diikuti dengan RT dan yang terendah adalah untuk OEM. Sekitar 77% produksi ban mobil pada tahun 2006 ditujukan untuk pasar ekspor. Pasar domestik hanya memegang sekitar 23% untuk RT dan OEM, masing-masing sebesar 19% dan 4%.<sup>19</sup>

**Gambar 3.1**  
**Penjualan Ban Mobil Indonesia**



Sumber: Asosiasi Perusahaan Ban Indonesia (APBI)

<sup>19</sup> Research Report PT Mandiri Sekuritas, 7 Juni 2007, hal. 10.

Beberapa pemain yang menjadi pemain di dalam industri ban adalah Bridgestone, Gajah Tunggal, Sumi Rubber (Dunlop), Good Year, Mega Rubber, Elang Perdana, Intirub dan Karet Deli. Semua produsen tersebut memproduksi *bias tyre* dan *radial tyre*, kecuali MASA yang hanya memproduksi *radial tyre*.

Segmen pasar ekspor sebagian besar merupakan *replacement tyre*. Di pasar domestik, untuk produk baru khususnya *Ultra High Performance Tyre* (UHPT)<sup>20</sup>, saat ini hanya ada tiga pemain saja yaitu MASA, Gajah Tunggal, dan Elang Perdana.

Ketua Umum APBI A. Aziz Pane mengatakan realisasi penjualan ban sepanjang tahun ini diprediksi juga akan terus meningkat meski permintaan terbesar masih disokong oleh pasar ekspor. Permintaan dari kalangan produsen mobil atau OEM juga diprediksi terus meningkat sepanjang tahun ini, seiring dengan prediksi pertumbuhan penjualan mobil baru yang bisa mencapai 520.000 unit terjual dibandingkan dengan tahun sebelumnya yang mencatat 432.000 unit. Hal senada juga diungkapkan oleh diungkapkan oleh Direktur MASA J. Sukarman yang mengatakan bahwa pertumbuhan industri ban nasional masih kuat seiring dengan tumbuhnya pasar otomotif, meski beberapa waktu lalu sempat didera kenaikan harga minyak mentah dunia yang memaksa produsen ban menaikkan harga.<sup>21</sup>

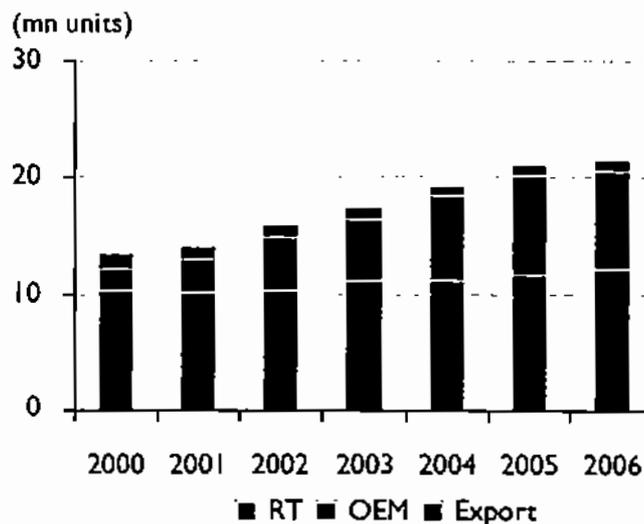
---

<sup>20</sup> Merupakan ban dengan aspect ratio dibawah 50%. Aspect ratio merupakan persentase perbandingan antara penampang tinggi ban dengan penampang lebar ban.

<sup>21</sup> Bisnis Indonesia, 25 Februari 2008.

Untuk ban sepeda motor, penjualan ban Indonesia tumbuh 9% CAGR (*Compounded Annual Growth Rate*) selama periode 2001 hingga 2006. Berbeda dengan ban mobil, pertumbuhan penjualan ban sepeda motor terutama didorong oleh pasar domestik yang tumbuh sebesar 10% CAGR selama lima tahun terakhir. Sementara itu penjualan ekspor menurun 8% CAGR selama periode yang sama. Penjualan ban sepeda motor domestik pada tahun 2006 adalah sebesar 40% untuk OEM dan 57% untuk RT. Penjualan ekspor hanya sebesar 3% dari total penjualan ban sepeda motor.<sup>22</sup>

**Gambar 3.2**  
**Penjualan Ban Sepeda Motor Indonesia**



*Sumber: Asosiasi Perusahaan Ban Indonesia (APBI)*

<sup>22</sup> *Research Report* PT Mandiri Sekuritas, 7 Juni 2007, hal. 11.

### 3.1.2 Industri Ban Global

Michelin memperkirakan pasar ban global akan tumbuh sebesar 3% CAGR selama 10 tahun mendatang, atau mencapai 1,4 miliar ban hingga akhir tahun 2016. Pada tahun 2006, penjualan ban mencapai total 1,1 miliar ban untuk mobil penumpang dan truk ringan, atau 61% dari total penjualan ban dunia. Dari total 1,1 miliar ban tersebut, sekitar 72% merupakan RT dan sisanya merupakan OEM. Kedepan, Michelin memprediksi pola penjualan ban yang sama dimana RT masih mewakili 72% hingga 73% dari total penjualan ban dunia.

Per tahun 2006, wilayah Eropa dan Amerika Utara merupakan dua pasar dunia terbesar, dengan pangsa pasar masing-masing mencapai 33% dan 31% dari total penjualan ban dunia. Namun Michelin memprediksi permintaan di Asia akan tumbuh lebih cepat dalam 10 tahun mendatang. Hal ini disebabkan karena kebangkitan raksasa ekonomi seperti Cina dan India. Asia diprediksi akan meraih 29% pangsa pasar ban dunia pada tahun 2016, meningkat dari 24% di tahun 2006. Sementara pangsa pasar Eropa akan menurun hingga 31% dan Amerika Utara hingga 27%.<sup>23</sup>

### 3.1.3 Industri Karet Indonesia

Berdasarkan *Information Memorandum* PSDN tahun 2007 yang disusun oleh PT Sucorinvest Central Gani, Indonesia merupakan produsen karet terbesar kedua di dunia setelah Malaysia, dimana Sumatera memegang porsi terbesar perkebunan karet. Sebagian besar perkebunan karet di Indonesia dimiliki oleh para petani atau pengusaha kecil, atau mencapai 84% dari total area perkebunan. Perusahaan negara seperti PT Perkebunan Nusantara (PTP) I, PTP II dan PTP III hanya sebesar 7% dan sisanya, sekitar 8%, merupakan milik perusahaan swasta seperti London Sumatera, Astra Agro Lestari, dan lain-lain.

---

<sup>23</sup> Michelin Factbook 2007.

Karet merupakan salah satu komoditas yang memberikan kontribusi cukup besar kepada cadangan devisa Indonesia. Seiring dengan terus tumbuhnya permintaan global akan karet alam, hingga tahun 2006 ekspor karet Indonesia menunjukkan tren positif. Pada tahun 2006 ekspor karet Indonesia telah mencapai 4,3 miliar dolar AS, tumbuh 67% dibandingkan dengan tahun sebelumnya. Kontributor utama ekspor adalah dari jenis *Standard Indonesian Rubber* (SIR) yang menjadi bahan baku utama pembuatan ban. Statistik ekspor karet Indonesia dapat dilihat pada tabel berikut:

**Tabel 3.1**  
**Ekspor Karet Indonesia Berdasarkan Tipe dan *Grade***  
**(dalam metrik ton)**

TYPE AND GRADE	2002	2003	2004	2005	2006
Latex Concentrate	8,637	12,526	11,755	4,014	8,334
Ribbed smoked Sheet *)	44,194	46,165	145,895	334,125	325,393
Standard Indonesian Rubber	1,437,104	1,589,387	1,684,959	1,674,721	1,952,268
3CV	31,814	74,451	116,145	64,880	50,726
10	61,655	59,809	32,248	3,381	-
20	1,318,600	1,332,270	1,524,435	1,605,956	1,897,205
Others SIR *)	25,035	122,857	12,131	504	4,337
Other types of Natural Rubber *)	7,356	12,842	31,652	10,921	3
GRAND TOTAL	1,497,291	1,660,920	1,874,261	2,023,781	2,285,967
Value (USD thousand)	1,038,898	1,493,466	2,180,031	2,582,547	4,320,705

Sumber: Badan Pusat Statistik, dikompilasi oleh Gabungan Perusahaan Karet Indonesia (Gapkindo), 2007

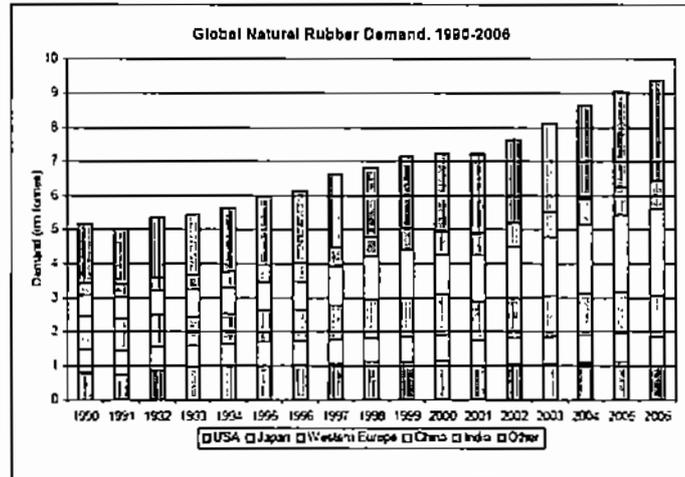
\*) Per 2006, BPS menyederhanakan pengelompokan golongan karet menjadi:

- tidak ada penggolongan dari Ribbed Smoked Sheet
- SIR 3L dan SIR 3WF diklasifikasikan sebagai SIR lain-lain
- Natural Rubber

### 3.1.4 Proyeksi Permintaan Karet Global

Permintaan karet dalam dua dekade terakhir menunjukkan tren yang positif, seperti terlihat pada gambar berikut:

**Gambar 3.3**  
**Permintaan Karet Dunia 1990 – 2006**



Sumber: LMC International

Konsumsi karet global diperkirakan akan tumbuh 4% per tahun hingga menjadi 26,5 metrik ton pada tahun 2011. Pertumbuhan ini akibat adanya pertumbuhan produksi kendaraan bermotor dan menguatnya perekonomian dunia. Amerika Serikat, Cina dan Jepang saat ini mendominasi permintaan karet global, dan diperkirakan juga masih akan terus mendominasi. Ketiga negara tersebut sendiri memegang lebih dari setengah total permintaan karet dunia. Hingga saat ini Cina merupakan konsumen karet terbesar di dunia, yang disebabkan karena pertumbuhan produksi kendaraan bermotor dan manufaktur barang-barang industri selama satu dekade terakhir.

Diperkirakan pasar Cina akan terus berkembang hingga tahun 2011. Hal ini terutama karena tumbuhnya permintaan barang-barang industri yang terbuat dari produk karet seperti pipa atau selang karet, sabuk dan *gasket*, dan *weatherstripping* (material penutup sambungan, ambang pintu atau jendela untuk mencegah masuknya hujan, salju, atau udara). Kontributor besar lain terhadap permintaan karet berasal dari Asia-Pasifik, kecuali Jepang. Hal ini disebabkan karena adanya pertumbuhan ekonomi dan pertumbuhan industri kendaraan bermotor. Pertumbuhan industri di kawasan ini didorong oleh lebih mudahnya biaya bahan baku dan tenaga kerja dibandingkan dengan Amerika, Eropa, dan Jepang.<sup>24</sup>

## 3.2 Latar Belakang Perusahaan

### 3.2.1 Sekilas PT Prasadha Aneka Niaga Tbk ("PSDN")

Berdasarkan Prospektus, PSDN didirikan pada April 1974 dengan nama PT Aneka Bumi Asih di Palembang, Indonesia. PSDN bergerak di bidang usaha pengolahan dan perdagangan komoditas hasil bumi. Pada Desember 1993 nama perusahaan diubah menjadi PT Prasadha Aneka Niaga. Pada 22 September 1994, PSDN menjadi salah satu perusahaan publik dengan menawarkan 30 juta saham kepada masyarakat (nominal Rp 1.000,00) dengan harga penawaran sebesar Rp 3.000,00 per lembar.

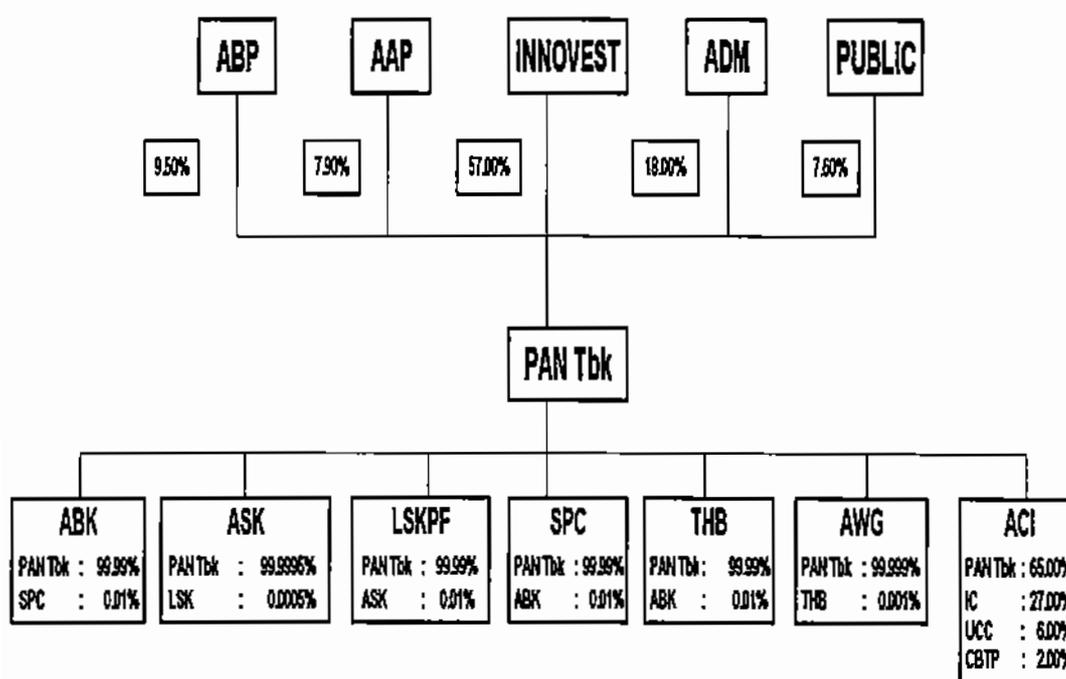
PSDN merupakan induk dari tujuh anak perusahaan yang bergerak dibidang pengolahan dan perdagangan kopi, kakao, tapioka, lada hitam, vanila, dan karet remah. Namun saat ini PSDN hanya fokus pada pengolahan dan perdagangan karet remah serta kopi. Hal ini disebabkan karena PSDN mengalami kekurangan modal kerja dan pergerakan harga internasional yang kurang menguntungkan selama beberapa periode terakhir. PSDN juga mulai membidik industri hilir yang menciptakan nilai tambah kepada produk-produknya, yang dimulai dengan memproses biji kopi dan produksi kopi instan dengan merek dagang "Kopi Prima" dan "Kopi Alami".

<sup>24</sup> World Rubber and Tire Forecast, <http://www.wikio.com/article/58845145>, diakses pada 6 Juni 2008.

Per Desember 2007, 70% dari pendapatan PSDN dihasilkan dari karet remah atau sebesar Rp 419 miliar. Sementara kopi olahan dan kopi biji masing-masing memberikan kontribusi kepada penjualan sebesar 28% dan 2% atau Rp 170 miliar dan Rp 11 miliar.

Berikut adalah struktur kepemilikan PSDN serta anak perusahaan per Desember 2007:

**Gambar 3.4**  
**Struktur Organisasi PT Prasadha Aneka Niaga Tbk**  
**per Desember 2007**



PAN Tbk	= PT Prasadha Aneka Niaga Tbk	ABP	= PT Aneka Bumi Prasadha
ABK	= PT Aneka Bumi Kencana	AAP	= PT Aneka Agro Prasadha
ASK	= PT Aneka Sumber Kencana	INNOVEST	= Innovest Offshore Ventures Ltd.
LSKPF	= PT Lampung Sumber Kencana Pelleting Factory	ADM	= ADM MaculusFund L.P
SPC	= PT Surabaya Pelleting Company	IC	= Itochu Corporation, Japan
THB	= PT Tirta Harapan Bali	UCC	= Ueshima Coffee Co., Japan
AWG	= PT Aneka Widya Graha	CBTP	= PT Citra Buana Tunggal Perkasa
ACI	= PT Aneka Coffee Industry		

Sumber: PT Prasadha Aneka Niaga Tbk

Sedangkan bidang usaha, komoditas, dan domisili PSDN dan anak-anak perusahaannya adalah sebagai berikut:

**Tabel 3.2**  
**Bidang Usaha, Komoditas, dan Domisili PSDN dan Anak Perusahaan**

Perusahaan	Bidang Usaha	Komoditas	Daerah Operasional
PAN	Pengolahan dan perdagangan produk agrikultur	Karet remah, biji kopi	Sumatera Selatan
ASK	Pengolahan dan perdagangan produk agrikultur	Biji kopi, lada hitam	Lampung
LSKPF	Pengolahan dan perdagangan produk agrikultur	Tapioka	Lampung
ABK	Pengolahan dan perdagangan produk agrikultur	Biji kopi, kakao	Jawa Timur, Sulawesi Selatan
SPC	Pengolahan dan perdagangan produk agrikultur	Tapioka	Jawa Timur
THB	Pengolahan dan perdagangan produk agrikultur	Biji kopi	Bali
AWG	Real estate		Jakarta
ACI	Pengolahan kopi instan dan <i>roasted coffee</i> .		Jawa Timur

Sumber: PT Prasadha Aneka Niaga Tbk

### 3.2.1.1 Pengolahan dan Penjualan Karet Remah

PSDN memproduksi Standard Indonesian Rubber (SIR) 20, SIR 15 dan SIR 5, yang merupakan bahan baku untuk pabrik ban. Karet remah diproses dari getah karet yang kemudian diolah menjadi *slab coagulum* dan *unsmoked sheets*. Bahan baku (*slab coagulum* dan *unsmoked sheets*) ini diperoleh dari petani melalui perantara seperti koperasi. Untuk meminimalisir risiko fluktuasi harga, manajemen pusat memonitor secara reguler persediaan karet yang disesuaikan dengan komitmen penjualan. Oleh sebab itu manajemen juga memegang kendali atas harga dan

kuantitas bahan baku yang akan dibeli. Saat ini fasilitas pemrosesan karet remah PSDN memiliki kapasitas terpasang sebesar 54.000 ton per tahun.

Karet remah yang diproduksi diekspor ke beberapa produsen ban utama di Amerika Serikat, Korea Selatan, Jerman, Italia, dan Jepang. Beberapa produsen tersebut antara lain Pirelli Tyre, Michellin Tyre, Hankook Tyre, Marubeni, RCMA Americans, Itochu Corp., dan lain-lain.

### **3.2.1.2 Pengolahan dan Penjualan Kopi**

Biji kopi mentah diperoleh PSDN melalui pemasok dari Sumatera Selatan, Lampung, Jawa Timur dan Bali. Biji kopi ini lalu diproses dan diklasifikasi per golongan menurut kualitasnya dari golongan I hingga golongan IV. Hubungan yang telah terjalin baik selama bertahun-tahun dengan para pemasok menjamin kontinuitas bahan baku biji kopi mentah PSDN.

Untuk memproduksi biji kopi berkualitas tinggi, hampir seluruh proses pengolahan biji kopi di PSDN menggunakan mesin untuk menjamin akurasi dan konsistensi. Inspeksi ketat juga dilakukan di setiap tahapan proses, yaitu dari pengadaan hingga pengemasan dan pengiriman ke konsumen. Saat ini fasilitas pemrosesan biji kopi PSDN memiliki kapasitas terpasang sebesar 210.000 ton per tahun. Pada tahun 1996, PSDN melakukan aliansi strategik dengan Itochu Corporation dan Ueshima Coffee Co. Ltd (Jepang) untuk meluncurkan produk kopi instan dan *ground coffee*. Fasilitas produksi untuk kopi instan dan *ground coffee* PSDN adalah sebesar 3.600 dan 2.400 ton per tahun.

Produk-produk kopi instan dan *ground coffee* ini lantas didistribusikan baik ke konsumen domestik maupun diekspor ke Singapura, Jepang dan Amerika Serikat. Konsumen domestik antara lain PT Santos Jaya Abadi (Kapal Api), PT Forisa Nusa Persada (Pop Ice), Ajinomoto Food, PT Frisan Flag, dan lain-lain. Sedangkan penjualan ekspor dilakukan ke Kraft General Food, Suntory Beverages, Itochu Corporation, Shenyang Huihau Food TR Co., dan Sun Flower International Co. Ltd.

### 3.2.2 Sekilas PT Multistrada Arah Sarana Tbk ("MASA")

#### Latar Belakang

Menurut Prospektus tahun 2005, MASA merupakan perusahaan yang bergerak di bidang industri ban luar kendaraan bermotor beroda empat atau lebih. MASA didirikan pada 20 Juni 1988 dengan nama PT Oroban Perkasa dan mulai beroperasi secara komersil pada tahun 1995. Pada Agustus 2002 nama perusahaan diubah menjadi PT Multistrada Arah Sarana dan pada Juni 2005 MASA menjadi salah satu perusahaan publik dengan menawarkan satu miliar saham kepada masyarakat (nominal Rp 140,00) dengan harga penawaran sebesar Rp 170,00 per lembar.

Saat ini MASA memiliki tiga merek produk yaitu Strada, Corsa, dan Achilles yang seluruhnya merupakan *Passanger Car Radial* (PCR) dan *Light Truck Radial* (LTR) tipe *steel belted tubeless*. Selain memproduksi ban dengan merek sendiri, MASA juga melakukan *off-take manufacturing*, yaitu memproduksi ban untuk perusahaan ban lain.

Sejak tahun 2007 MASA juga mulai memproduksi ban untuk sepeda motor. MASA sendiri memiliki segmen pasar 70% *replacement tyre* dan 30% merupakan *off-take*. Hingga akhir tahun 2007 MASA memiliki volume produksi sebesar 4,5 juta unit ban per tahun, termasuk sekitar 200.000 unit ban sepeda motor. Manajemen menyatakan bahwa pada tahun 2008 ini volume produksi diharapkan dapat mencapai 17.500 PCR per hari dan 8.000 ban sepeda motor per hari, seiring dengan meningkatnya permintaan baik domestik maupun luar negeri.

### Pasokan Bahan Baku

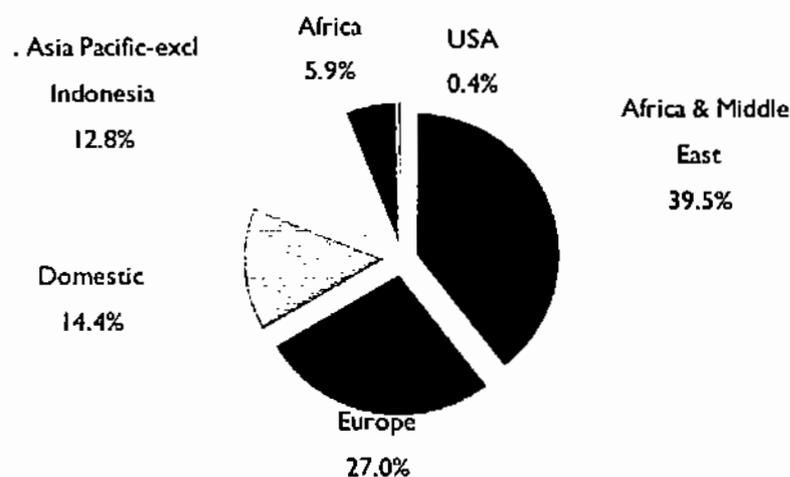
Bahan baku utama yang digunakan untuk produksi antara lain karet alam, karet sintetis, carbon black, belerang, *polyester*, *nylon*, *steel cord*, *head wire*, dan lain-lain. 80% dari bahan baku tersebut sudah diproduksi di dalam negeri dan dapat diperoleh di pasar domestik. Untuk kelancaran produksi ban dalam jumlah besar, alasan ekonomis, danantisipasi fluktuasi harga bahan baku, maka MASA melakukan pembelian bahan baku dalam jumlah besar serta melakukan pencadangan bahan baku untuk kebutuhan produksi dua hingga tiga bulan ke depan tergantung dari tingkat harga bahan baku.

### Pemasaran

MASA mendistribusikan produknya baik untuk pasar domestik maupun untuk luar negeri, terutama untuk merek Corsa dan Strada. Sebagian besar produksi dari kedua merek tersebut untuk di ekspor ke Eropa, Timur Tengah, Asia dan Australia.

Berikut ini merupakan komposisi tujuan penjualan ekspor MASA pada tahun 2006.

**Gambar 3.5**  
**Komposisi Tujuan Penjualan Ekspor MASA tahun 2006**



Sumber: PT Multistrada Arah Sarana Tbk.

Untuk pasar luar negeri MASA menunjuk agen di masing-masing negara tujuan pemasaran. Agen-agen tersebut memberikan masukan berupa tren, model, dan ukuran kepada perusahaan untuk menentukan jenis ban yang akan diproduksi. Untuk masing-masing negara MASA hanya menunjuk satu agen atau maksimal dua tetapi dengan merek yang berbeda. Hal ini merupakan strategi agar tidak terjadi perang harga antar agen yang dapat merugikan perusahaan. Saat ini total agen yang dimiliki MASA adalah sebanyak 38 agen yang tersebar di negara-negara Asia, Afrika, Eropa, Amerika, Timur Tengah dan Australia.

Untuk wilayah pemasaran domestik, MASA melakukan sendiri aktivitas pemasarannya. MASA memasarkan produk-produk Achilles, Corsa, dan Strada melalui 38 distributor yang tersebar diseluruh wilayah Indonesia. MASA juga menetapkan kebijakan harga tunggal untuk menghindari perang harga antar distributor. MASA membagi wilayah pemasarannya ke dalam dua kelompok utama yaitu:

- Jabotabek

Wilayah ini merupakan target utama pasar karena 30%-40% konsumen PCR domestik berlokasi di Jabotabek. Khusus wilayah Jabotabek, MASA mendirikan divisi khusus yang akan bertindak sebagai distributor utama. Divisi ini memiliki tempat usaha yang dijadikan sebagai pusat promosi, penjualan, distribusi dan layanan purna jual. Selain itu divisi ini juga melakukan transaksi penjualan dengan pemakai langsung.

- Luar Jabotabek

Untuk wilayah non-Jabotabek, pemasaran diserahkan kepada distributor. Pembagiannya akan berdasarkan propinsi dan diusahakan per propinsi hanya akan terdapat satu distributor. Distributor tersebut akan diberikan target penjualan tahunan yang dimonitor setiap bulannya.

## BAB 4

### ANALISIS DAN PEMBAHASAN

#### 4.1 Analisis Makro Ekonomi

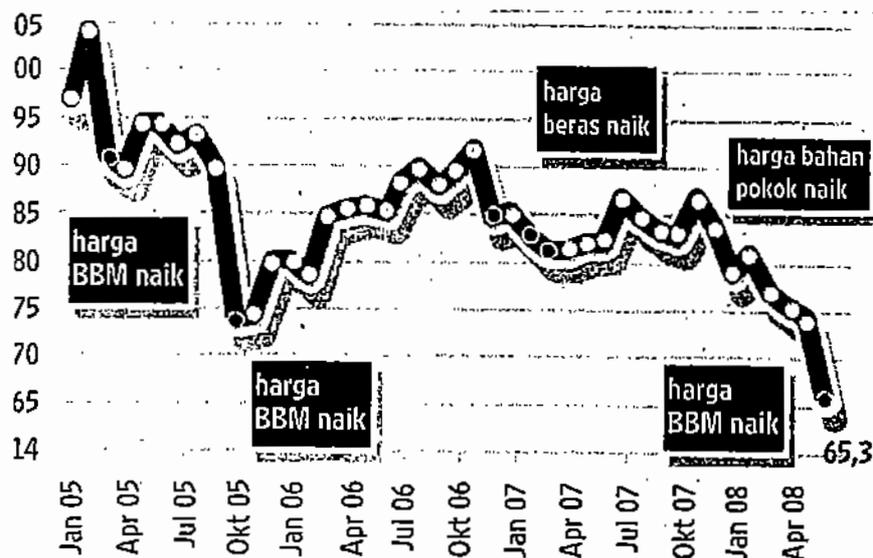
Kenaikan harga bahan bakar minyak (BBM) pada bulan Mei 2008 memiliki dampak yang signifikan terhadap perekonomian. Selain itu krisis energi dunia yang memicu fluktuasi harga komoditas dunia baik pertambangan maupun komoditas perkebunan juga turut menambah tekanan pada perekonomian Indonesia. Hal utama yang paling signifikan adalah kenaikan harga barang yang mendorong angka inflasi menjadi dua digit. Per Juni 2008 inflasi tahunan meningkat ke 11 persen.

Inflasi yang tinggi ini menggerus daya beli masyarakat yang tercermin dari Indeks Kepercayaan Konsumen (IKK). IKK turun ke level 65 pada bulan Juni 2008, titik terendah sejak survey ini dilakukan (Januari 2005). Menurut Purbaya Yudhi Sadewa (Chief Economist Danareksa Research Institute), apabila tingkat IKK tetap rendah pada bulan-bulan mendatang maka hampir dipastikan masyarakat cenderung untuk mengurangi belanjanya dan lebih berhati-hati dalam menggunakan uang. Karena lebih sekitar 65 persen perekonomian Indonesia disumbangkan oleh belanja rumah tangga, maka rendahnya IKK akan menyebabkan ekonomi mengalami perlambatan secara signifikan. Berdasarkan pengalaman tahun 2005, dampak kenaikan harga BBM terhadap IKK hanya bertahan dua bulan. Konsumen belum mengurangi belanjanya secara signifikan dalam rentang waktu ini.<sup>25</sup>

---

<sup>25</sup> Sadewa, Purbaya Yudhi. *Fundamental Ekonomi Masih Baik*, Kompas 28 Juli 2008. Hal. 21.

**Gambar 4.1**  
**Indeks Kepercayaan Konsumen (IKK)**

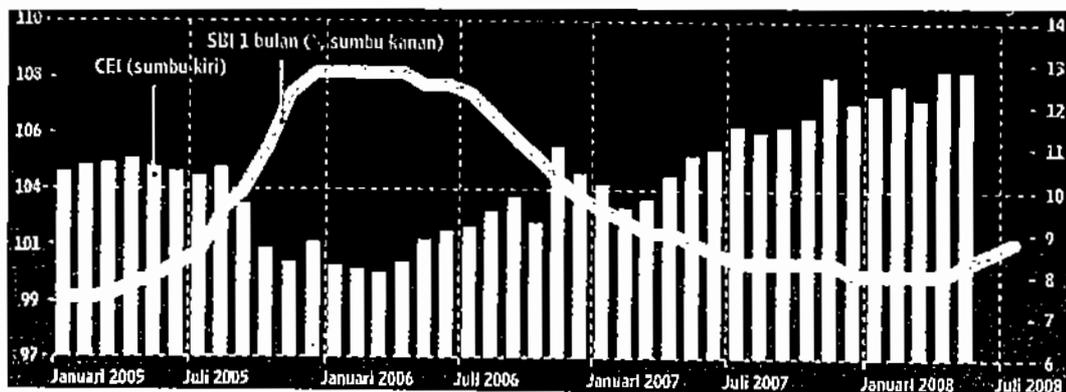


Sumber: Danareksa Research Institute, dikutip dari Kompas 28 Juli 2008

Namun diluar itu, pemerintah dan Bank Indonesia (BI) juga diharapkan campur tangannya untuk mengendalikan inflasi yaitu dengan melancarkan distribusi barang dan kebijakan suku bunga. Untuk meredam inflasi BI diharapkan untuk menaikkan suku bunga. BI Rate diperkirakan akan naik hingga 9 persen pada awal Agustus dan diperkirakan akan bertahan di level tersebut sepanjang 2008. Berdasarkan data historis, ekonomi Indonesia cukup memiliki korelasi dengan pergerakan suku bunga. Hal ini tercermin dari pergerakan *Coincident Economic Index* (CEI) dan BI Rate. CEI adalah indeks yang disusun dengan menggunakan data penjualan mobil, konsumsi semen, impor, suplai uang, dan penjualan retail. CEI yang naik menggambarkan ekspansi ekonomi, sebaliknya CEI yang turun menggambarkan kontraksi ekonomi. Pada pertengahan 2005, saat SBI di atas 10 persen, CEI mengalami tren menurun. Pada triwulan I 2007, SBI turun ke bawah level 10 persen. Pada masa ini, CEI mengalami peningkatan yang cukup tinggi.

Sampai dengan Mei 2008, CEI memperlihatkan kecenderungan naik. Dengan demikian, masyarakat masih belum benar-benar mengurangi belanjanya kendati dibebani kenaikan harga bahan pangan sejak awal tahun. Hal ini terlihat dari tingginya angka pertumbuhan penjualan mobil, motor dan konsumsi semen pada semester pertama tahun ini.

**Gambar 4.2**  
CEI dan SBI 1 bulan



Sumber: Danareksa Research Institute, dikutip dari Kompas 28 Juli 2008

Dimasa mendatang, dengan inflasi yang makin terkendali, diperkirakan suku bunga tidak akan naik secara signifikan. Dengan demikian perekonomian Indonesia masih dapat mengalami pertumbuhan yang cukup baik, walaupun mungkin tidak setinggi pertumbuhan tahun 2007, yaitu 6,3 persen.<sup>26</sup>

<sup>26</sup> Sadewa, Purbaya Yudhi. *Fundamental Ekonomi Masih Baik*, Kompas 28 Juli 2008. Hal. 21.

## 4.2 Analisis Industri

### 4.2.1 Analisis Industri Karet

#### A. Analisis *Five Forces*

##### Ancaman Masuknya Pemain Baru

Ancaman masuknya pemain baru dapat muncul dari dua sumber. Yang pertama adalah pemain yang benar-benar baru akan masuk ke industri dan yang kedua adalah pemain yang sudah ada tetapi akan melakukan ekspansi usaha di industri yang sama. Untuk yang pertama, ancaman masuknya pemain yang benar-benar baru di industri karet relatif kecil, hal ini disebabkan karena:

1. Tanaman karet memiliki karakteristik yang unik, dibandingkan dengan komoditas lainnya, yaitu:
  - Tanaman karet berumur 26 - 30 tahun dan baru bisa dipanen setelah berumur lima hingga enam tahun. Dengan demikian pengusaha baru yang hendak terjun ke industri ini harus memiliki cukup modal kerja yang dibutuhkan sebelum menghasilkan pendapatan.
  - Tanaman karet memerlukan lokasi yang hangat, lembab, dan dekat dengan garis katulistiwa. Dengan demikian, secara global, lahan yang tersedia untuk membuka perkebunan karet cukup terbatas.
2. Ancaman dari ekspansi pemain lama juga relatif kecil. Beberapa pemilik lahan bahkan sudah mulai untuk masuk ke industri sawit. Hal ini disebabkan karena karakteristik kebutuhan lahan dan profil umur tanaman yang mirip, namun dewasa ini sawit lebih menguntungkan karena pergerakan harga komoditas CPO yang meningkat tajam. Selain itu pengembangan sektor hilir (*downstream*) sawit jauh lebih maju dibandingkan dengan karet.

### **Posisi Tawar Pemasok**

Beberapa faktor yang mempengaruhi posisi tawar dari pemasok adalah jumlah pemasok dalam industri, tingkat kepentingan (*degree of importance*) dari produk, *switching cost*, serta diferensiasi produk.

85% dari produksi karet alam Indonesia dikuasai oleh *smallholders*, dimana mereka belum memiliki sistem distribusi yang baik dan efisien. Lemahnya peran institusi petani seperti koperasi menyebabkan pengusaha karet memiliki posisi lemah dalam penentuan harga. Faktor rendahnya tingkat diferensiasi produk karet alam juga memperlemah posisi tawar pemasok karet alam.

Namun demikian, karet alam memiliki *switching cost* yang tinggi pada beberapa kasus. Konsumen tidak dapat begitu saja mengalihkan ke produk alternatif seperti karet sintetis, seperti halnya yang terjadi pada *solid-tire manufacturing*. Selain itu harga minyak mentah yang semakin tinggi juga menyebabkan meningkatnya *switching cost* dari karet alam ke karet sintetis.

### **Posisi Tawar Pembeli**

Di industri pengolahan karet, posisi tawar dari pembeli cukup besar. Hal ini karena adanya konsentrasi dari beberapa pembeli besar dalam sistem lelang dimana harga dapat ditentukan dengan melakukan aksi kolusi. Sifat produk yang hampir tidak terdiferensiasi yang dijual melalui sistem lelang ini telah memberikan kontribusi terhadap posisi tawar pembeli. Selain itu pembeli dengan volume besar juga memiliki posisi tawar terhadap penentuan harga.

### **Produk Substitusi**

Produk substitusi utama karet alam adalah karet sintetis seperti *styrene-butadiene*, *poly-butadiene*, dan *poly-isoprene*. Produk-produk ini memiliki karakteristik dan properti yang mirip dengan karet alam, sehingga dapat saling menggantikan di setiap aplikasi produk. Persaingan intra-industri di antara produk-produk ini sangat dipengaruhi oleh harga minyak mentah dunia. Dengan kenaikan yang signifikan pada harga minyak mentah dunia, harga karet sintetis sangat mungkin untuk meningkat jauh lebih cepat dibandingkan dengan harga karet alam. Dengan demikian ancaman produk substitusi untuk karet dapat dikatakan menengah.

### **Persaingan diantara Pemain**

Saat ini terdapat cukup banyak perusahaan pengolahan karet alam di Indonesia, yaitu sebanyak 85 perusahaan dimana mayoritas beroperasi di Sumatera. Namun demikian, tidak ada pemain yang benar-benar mendominasi pasar. Hal ini dapat dilihat dari porsi lahan para petani dan pengusaha kecil/menengah menguasai hingga 85% lahan karet di Indonesia (2,77 juta hektar dari total 3,28 juta hektar). Sisanya dikuasai oleh perusahaan negara (sepuluh PTPN) serta PT Bakrie Sumatra Plantation Tbk dan PT London Sumatra Tbk. Perusahaan-perusahaan besar inipun tidak fokus pada pengolahan karet dan hanya memiliki lahan karet yang kecil.

Walaupun banyak pemain dan diferensiasi produk yang terbatas, namun persaingan diantara mereka tidak terlalu tajam. Hal ini disebabkan antara lain:

- Pasar yang sangat luas.

Menurut studi yang dilakukan oleh CIC Consult, sebagian besar produksi mereka adalah untuk ekspor. Per tahun 2005, 91% dari produksi karet nasional adalah untuk ekspor (dua juta ton dari 2,2 juta ton produksi). Tiga produsen utama karet dunia (Thailand, Indonesia, dan Malaysia) per tahun 2005 memproduksi 6,2 juta ton karet, sementara kebutuhan karet dunia mencapai 8,4 juta ton. Angka ini bahkan diprediksi akan mencapai 15 juta ton pada tahun 2035.

**Tabel 4.1**  
**Statistik Karet Alam Indonesia 2001 – 2005**

*(tons)*

Year	Production	Imports	Exports	Consumption	Growth
2001	1,607,461	9,298	1,453,383	163,376	
2002	1,680,359	9,911	1,495,988	194,282	18.92%
2003	1,792,348	17,840	1,560,184	250,004	28.68%
2004	2,065,817	7,648	1,862,505	210,960	-15.62%
2005	2,238,423	6,504	2,023,781	221,146	4.83%

Sumber: CIC Consult, Inc.

**Tabel 4.2**  
**Proyeksi Konsumsi Karet Dunia**

*(000 tons)*

Year	Consumption (000 tons)	Growth
2005	8,403	-
2010	9,528	13.39%
2015	10,601	11.26%
2020	11,681	10.19%
2025	12,784	9.44%
2030	13,893	8.67%
2035	15,027	8.16%

Sumber: LMC International.

- Walaupun banyak pemain, mereka tergabung dalam Gabungan Perusahaan Karet Indonesia (Gapkindo) yang dibentuk dengan tujuan untuk bersama-sama meningkatkan produksi, efisiensi proses, distribusi, dan pemasaran.

- Salah satu karakteristik dari industri karet adalah struktur biaya yang hampir 80% merupakan biaya variabel, yaitu getah karet. Dengan demikian rasio *fixed cost/variable cost* di industri ini sangat rendah. Jika rasio ini rendah, maka para produsen tidak terlalu memaksa untuk menggenjot produksi dibandingkan dengan industri yang memiliki rasio *fixed cost/variable cost* yang tinggi. Jika masing-masing pemain memiliki volume produksi tinggi maka persaingan untuk menjual produknya akan semakin ketat.

## **B. Risiko Industri**

Berdasarkan studi yang dilakukan oleh CIC Consult, Inc., industri karet di Indonesia memiliki risiko-risiko antara lain:

- Risiko kehilangan momentum akibat pohon kurang produktif.  
Sebagian besar dari pohon karet di Indonesia sudah berumur lebih dari 50 tahun, dimana idealnya penanaman ulang (*replanting*) harus dilakukan pada saat pohon karet mencapai usia 25 tahun. Dengan demikian pada saat harga karet meningkat, pengusaha akan memiliki risiko kehilangan kesempatan karena panen yang rendah.
- Risiko Pendanaan.  
Penanaman ulang membutuhkan investasi yang cukup besar. Sebuah lahan membutuhkan setidaknya Rp 6 juta per hektar dengan sistem penanaman semi mekanis (*semi mechanical system*) atau Rp 12 juta per hektar dengan *full mechanical system*. Sementara itu, perbankan di Indonesia belum terlalu tertarik untuk mengucurkan pinjaman jangka panjang ke industri ini. Hingga tahun 2011, bank-bank di Indonesia hanya akan mengucurkan pinjaman sebesar Rp 5 milyar dari total pinjaman yang akan dikucurkan sebesar Rp 10 triliun, atau hanya 0,05%.

Selain hal-hal di atas, produsen juga menghadapi risiko harga komoditas yang berfluktuasi di pasar internasional dewasa ini. Perbedaan waktu antara saat penetapan harga pembelian dan penjualan dapat menimbulkan risiko kerugian bagi perusahaan. Dan seperti halnya komoditas hasil bumi lainnya, industri ini juga memiliki risiko terhadap bencana alam seperti gempa bumi, banjir, musim kemarau yang panjang, serangan hama, dan lain-lain.

#### 4.2.2 Analisis Industri Ban

##### A. Analisis *Five Forces*

###### Ancaman Masuknya Pemain Baru

Pada industri ban, skala ekonomis benar-benar menjadi pertimbangan karena untuk memulai bisnis ini diperlukan ratusan juta dolar. Di industri ini keuntungan sebagai pemain pertama (*first mover advantage*) sangat penting untuk mendapatkan akses saluran distribusi. Pemain-pemain yang ada saat ini telah memiliki hubungan yang baik dengan pemasok, pabrik mobil dan motor, dan para pedagang ritel.

Karena permintaan yang terus tumbuh industri ban menjadi semakin mengglobal. Produsen ban *low-cost* dapat mengancam pangsa pasar produsen ban multinasional di Eropa dan Amerika, demikian pula sebaliknya. Mengingat tidak adanya regulasi khusus serta teknologi yang umum, maka hambatan untuk masuk ke industri ini relatif kecil. Dengan demikian maka ancaman masuknya pemain baru di industri ini menengah-tinggi.

### **Posisi Tawar Pemasok**

Harga bahan baku yang semakin meningkat dewasa ini memberikan tekanan yang cukup besar kepada para produsen ban. Hal ini disebabkan karena biaya bahan baku memiliki porsi paling besar dalam struktur biaya.

Pertumbuhan industri yang sangat pesat di Cina dan di negara-negara berkembang lainnya menyebabkan permintaan akan ban kendaraan bermotor dan komponen-komponen lain yang berbasis karet meningkat. Dengan fluktuasi harga minyak dunia turut mendorong harga bahan baku karet sintetis, maka banyak produsen kembali ke karet alam.

Hal-hal tersebut di atas membuat para pemasok bahan baku karet memiliki banyak opsi untuk mendistribusikan karetnya. Dengan demikian posisi tawar pemasok cukup tinggi.

### **Posisi Tawar Pembeli**

Faktor utama yang menentukan posisi tawar pembeli di industri ini adalah rendahnya *switching cost*. Rendahnya *switching cost* ini menguatkan posisi tawar pembeli.

Para produsen mobil atau motor dapat dengan mudah melakukan order beli dalam skala besar ke produsen ban lain. Hal ini karena masing-masing produsen ban memiliki kemampuan untuk memenuhi spesifikasi yang dibutuhkan oleh produsen mobil. Untuk para peritel besar, mereka amat tergantung dari selera pasar (konsumen individual), yang mana dapat dengan mudah juga mengganti ke merek ban lain.

### **Produk Substitusi**

Apabila konsumen memiliki pilihan terhadap suatu produk yang memberikan fungsi yang sama, maka tekanan persaingan antar industri akan besar. Namun hal ini tidak terjadi pada industri ban. Setiap orang yang memiliki mobil atau sepeda motor membutuhkan ban, sehingga tidak ada produk substitusinya. Dengan demikian ancaman produk substitusi pada industri ini sangat kecil.

### **Persaingan diantara Pemain**

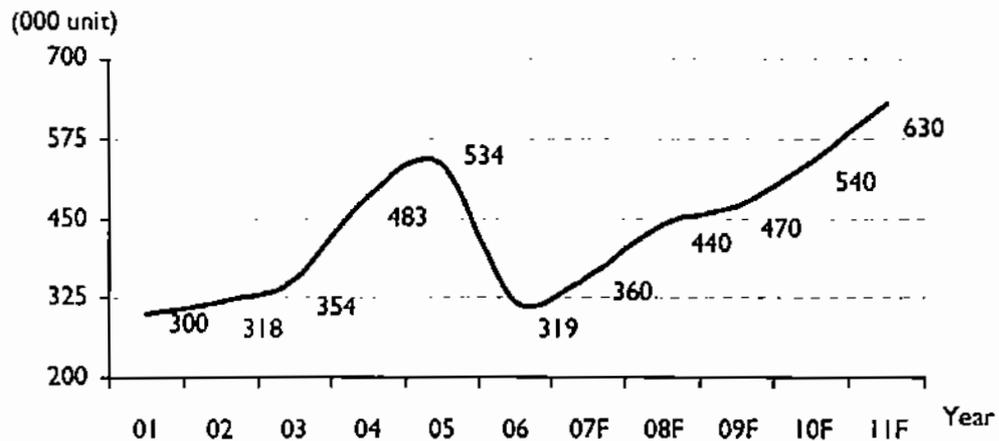
Faktor-faktor yang mempengaruhi intensitas persaingan di industri ban antara lain:

- Tingkat pertumbuhan industri

Michelin dalam *factbook* tahunannya memperkirakan bahwa industri ban global akan tumbuh 3% CAGR (*Compounded Annual Growth Rate*) per tahun menjadi 1,4 milyar ban hingga akhir tahun 2016. Namun pertumbuhan permintaan ban di Asia akan tumbuh lebih cepat seiring dengan bangkitnya ekonomi India dan Cina.

Di pasar domestik potensi pertumbuhan industri cukup baik. Menurut Gabungan Industri Kendaraan Bermotor Indonesia (Gaikindo), walaupun sempat jatuh pada semester pertama 2006, namun per kuartal pertama 2007 penjualan mobil dan sepeda motor meningkat masing-masing sebesar 6% dan 21%. Per kuartal pertama 2008 penjualan mobil melonjak 61% dibandingkan dengan periode yang sama tahun lalu dari 84.337 unit menjadi 135.387 unit. Gaikindo memperkirakan penjualan mobil akan mencapai 630.000 unit pada akhir tahun 2011. Pertumbuhan pasar kendaraan bermotor ini berpengaruh positif terhadap pertumbuhan industri ban.

**Gambar 4.3**  
**Proyeksi Penjualan Mobil Indonesia**



Sumber: Gaikindo

- Jumlah pemain yang cukup banyak, yang belum *fully utilized*.  
Per tahun 2006, di Indonesia terdapat 18 produsen ban yang memproduksi ban kendaraan bermotor, dengan total kapasitas produksi mencapai 84 juta ban per tahun. Sementara itu produksi tahun 2006 mencapai 62 juta ban, atau baru 74% dari total kapasitas produksi.
- Rasio biaya tetap terhadap biaya variable  
Rasio *fixed to variable cost* pada industri ini masih kurang dari satu atau masih tergolong menengah/rendah. Hal ini karena lebih dari 50% biaya produksi ban merupakan biaya bahan baku. Jika rasio ini rendah, maka para produsen tidak terlalu memaksa untuk menggenjot produksi dibandingkan dengan industri yang memiliki rasio *fixed cost/variable cost* yang tinggi. Jika masing-masing pemain memiliki volume produksi tinggi maka persaingan untuk menjual produknya akan semakin ketat.

- Diferensiasi produk yang tidak terlalu luas  
Semakin rendah tingkat diferensiasi produk, maka persaingan akan semakin ketat. Industri ban tidak memiliki diferensiasi produk yang luas. Diferensiasi hanya terdapat pada aspek ukuran, *mileage* (jarak yang ditempuh), serta *speed rating* (tingkat kehandalan ban terhadap kecepatan). Karena 72% pasar ban merupakan pasar *replacement tire*, faktor *speed rating* tidak terlalu diperhitungkan oleh konsumen.

Dengan mempertimbangkan faktor-faktor di atas, maka ancaman rivalitas antar pemain di industri ini dapat digolongkan sebagai menengah-tinggi.

## **B. Risiko Industri**

Risiko-risiko yang harus dihadapi dalam industri ban antara lain:

- Risiko kenaikan biaya bahan baku.  
Fluktuasi harga komoditas karet dan minyak mentah dapat berdampak negatif terhadap profitabilitas produsen. Hal ini disebabkan karena sebagian besar bahan baku merupakan karet alam dan berbagai produk turunan minyak.
- Risiko persaingan.  
Banyaknya pemain dan rendahnya diferensiasi produk merupakan faktor utama yang mempengaruhi persaingan di industri ban.
- Risiko regulasi.  
Peraturan-peraturan pemerintah terkait dengan kebijakan ekspor impor mempengaruhi kegiatan operasional sehubungan dengan penjualan produk dan pembelian bahan baku atau mesin-mesin.
- Risiko pereconomian  
Gejolak ekonomi mempengaruhi tingkat suku bunga pinjaman dan fluktuasi nilai tukar. Selain itu gejolak ekonomi juga mempengaruhi sisi permintaan yang berpengaruh terhadap tingkat penjualan.

### 4.3 Analisis Kinerja Keuangan Perusahaan

#### 4.3.1 Analisis Kinerja Keuangan PSDN

Sebagai dasar untuk menganalisis kinerja keuangan PSDN, akan digunakan data laporan keuangan 5 (lima) tahun terakhir yaitu dari tahun 2003 – 2007 sebagaimana terlihat pada tabel berikut:

**Tabel 4.3**  
**Ringkasan Laporan Keuangan dan Rasio Keuangan Penting**  
**PT Prasadha Aneka Niaga Tbk.**

(dalam juta Rupiah)

Income Statement	2007	2006	2005	2004	2003
Revenue	600,060	519,849	387,830	269,990	90,051
Operating Income	27,789	30,876	29,342	22,006	(14,081)
Pretax Income	9,297	23,550	2,458	(1,613)	(48,164)
Net Income	(8,646)	11,847	118,433	(21,592)	819,633
EBITDA	39,610	43,446	38,890	29,816	(6,127)

Balance Sheet	2007	2006	2005	2004	2003
Total Current Assets	162,849	144,903	130,883	85,110	59,747
Total Long-Term Assets	128,874	143,182	153,454	94,534	115,223
Total Assets	291,723	288,085	284,336	179,644	174,970
Total Current Liabilities	73,224	66,671	21,038	93,480	100,097
Total Long-Term Liabilities	103,852	106,078	164,380	170,460	164,011
Total Liabilities	177,076	172,747	185,418	263,940	264,107
Total Shareholders' Equity	114,648	115,338	98,919	(84,295)	(89,138)

Key Financial Ratios	2007	2006	2005	2004	2003
<b>Profitability</b>					
Gross Margin (%)	11.55	12.95	15.95	18.83	15.20
Operating Margin (%)	4.63	5.94	7.57	8.15	(15.64)
EBITDA Margin (%)	6.60	8.36	10.03	11.04	(6.80)
Net Profit Margin (%)	(1.44)	2.28	30.54	(8.00)	910.19
ROAA (%)	(2.98)	4.14	51.05	(12.18)	313.37
ROAE (%)	(7.52)	11.06	n/a	n/a	n/a
<b>Liquidity</b>					
Current Ratio (x)	2.22	2.17	6.22	0.91	0.60
Quick Ratio (x)	1.30	0.96	3.16	0.48	0.26
<b>Activity</b>					
Inv. turnover	7.14	6.22	6.25	5.98	1.06
Net Fixed Asst Turnover	4.69	3.69	3.28	2.89	0.81
Asset turnover	2.07	1.82	1.67	1.52	0.34
<b>Leverage</b>					
DER	0.91	0.92	1.66	n/a	n/a
Total Deb/Total Assets	0.61	0.60	0.65	1.47	1.51

Sumber: Bloomberg, diolah kembali

### **Analisis Profitabilitas**

Selama lima tahun terakhir, PSDN membukukan pertumbuhan penjualan sebesar 46% CAGR. Persentase pertumbuhan paling besar terjadi pada tahun 2003 ke 2004 yaitu sebesar 200%. Hal ini disebabkan selain karena peningkatan volume penjualan juga karena adanya peningkatan harga jual.

Laba usaha tahun 2004 naik sebesar Rp 36 milyar atau 112% dari rugi usaha tahun 2003 sebesar Rp 14 milyar. Hal ini disebabkan karena adanya efisiensi dimana penjualan meningkat sebesar 200% dan laba kotor meningkat 271% namun beban usaha hanya meningkat 4%. Namun demikian pada tahun 2004 PSDN membukukan rugi bersih sebesar Rp 21,6 milyar, sementara itu pada tahun 2003 meraih laba bersih sebesar Rp 816,6 milyar. Keuntungan pada tahun 2003 tersebut disebabkan karena adanya keuntungan dari pos luar biasa akibat restrukturisasi hutang dan beban bunga sebesar Rp 882,9 milyar. Hal ini juga menjelaskan mengapa margin laba bersih di tahun 2003 terlihat sangat tinggi, yaitu 910%.

Laba bersih terlihat sangat berfluktuasi selama lima tahun terakhir. Walaupun demikian EBITDA membaik dengan cukup stabil sejalan dengan pertumbuhan penjualan, kecuali pada tahun 2007 EBITDA terlihat agak menurun. Penurunan EBITDA disebabkan karena adanya keuntungan nilai tukar pada tahun 2006, sementara pada tahun 2007 PSDN mengalami kerugian kurs.

Ditahun 2005, laba bersih PSDN melonjak menjadi sebesar Rp 118,4 milyar dari sebelumnya mengalami kerugian sebesar Rp 21,6 milyar di tahun 2004. Hal ini disebabkan karena adanya keuntungan dari pos luar biasa sebesar Rp 125 milyar akibat adanya pengurangan hutang dari PT Bank Danamon Tbk melalui perjanjian *refinancing* antara PSDN dan ADM Maculus Fund L.P., dan Innovest Offshore Ventures Ltd.

Hal-hal tersebut di atas juga menjelaskan margin laba bersih yang tinggi pada selama tahun 2003 dan 2005, dan menurun signifikan pada tahun 2006 hingga 2007.

### **Analisis *Solvency***

Dari sisi laporan neraca, PSDN mengalami tingkat pertumbuhan total aset cukup stabil selama periode lima tahun terakhir ini. Total aset tumbuh pada tingkat 11% CAGR dari tahun 2003 hingga 2007. Sisi aset tidak ada aset berkualitas rendah seperti *marketable securities* yang memiliki nilai pasar yang rendah atau aset-aset tak berwujud. Per Desember 2007, 90% piutang memiliki kualifikasi lancar dan porsi piutang yang jatuh tempo lebih dari 60 hari hanya di bawah 1%.

*Leverage* PSDN dapat dikatakan cukup tinggi karena rasio hutang jangka panjang terhadap ekuitas (DER) hampir mencapai selama periode 2006 dan 2007. Pada tahun 2005 DER bahkan mencapai 1,66. Periode 2003 dan 2004 DER tidak dapat terlihat karena pada periode tersebut PSDN memiliki ekuitas yang negatif. Rasio total hutang terhadap total aset terjaga tetap kurang dari satu selama tiga tahun terakhir.

### **Analisis Rasio Likuiditas**

PSDN selama tiga tahun terakhir memiliki likuiditas yang cukup baik. Hal ini terlihat dari *current ratio* yang senantiasa lebih dari dua kali selama periode tersebut. Ini berarti PSDN memiliki kemampuan yang cukup untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Bahkan jika persediaan tidak diperhitungkan sebagai likuiditas (*quick ratio*) pun PSDN masih mampu untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya.

### **Analisis Rasio Aktivitas**

Rata-rata *inventory turnover* PSDN dalam empat tahun terakhir selalu lebih dari lima kali. Hal ini berarti dalam periode empat tahun terakhir, PSDN memiliki kemampuan untuk melakukan perputaran persediaan lebih dari lima kali dalam waktu satu tahun.

*Net fixed asset turnover* terus membaik, hingga pada tahun 2007 mencapai 4,7 kali. Penjualan PSDN dalam satu tahun mencapai hampir lima kali dari total nilai aktiva tetapnya. Ini berarti PSDN memiliki aktiva tetap yang sangat produktif. Sedangkan jika dibandingkan dengan total aset, penjualan PSDN mencapai lebih dari dua kali di tahun 2007. Efektivitas ini pun terus membaik selama lima tahun terakhir, dari 0,34 di tahun 2003 hingga menjadi 2,07 kali di tahun 2007.

#### **4.3.2 Analisis Kinerja Keuangan MASA**

Sebagai dasar untuk menganalisis kinerja keuangan MASA, akan digunakan data laporan keuangan 5 (lima) tahun terakhir yaitu dari tahun 2003 – 2007 sebagaimana terlihat pada tabel berikut:

**Tabel 4.4**  
**Ringkasan Laporan Keuangan dan Rasio Keuangan Penting**  
**PT Multistrada Arah Sarana Tbk.**

*(dalam juta Rupiah)*

<b>Income Statement</b>	<b>2007</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>	<b>2004</b>	<b>2003</b>
Revenue	898,335	568,032	327,153	222,405	143,276
Operating Income	91,223	2,847	1,095	1,867	(13,845)
Pretax Income	43,577	16,087	(22,731)	(398,299)	(79,672)
Net Income	29,205	170,007	59,720	2,015,565	(79,672)
EBITDA	164,207	58,790	45,320	42,098	17,686
<b>Balance Sheet</b>	<b>2007</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>	<b>2004</b>	<b>2003</b>
Total Current Assets	354,389	176,861	137,976	102,211	43,759
Total Long-Term Assets	1,444,784	1,256,827	945,315	692,046	429,416
Total Assets	1,799,172	1,433,688	1,083,291	794,257	473,175
Total Current Liabilities	268,271	315,171	165,960	39,803	4,275,869
Total Long-Term Liabilities	242,960	396,895	361,059	437,567	8,168
Total Liabilities	511,231	712,066	527,019	477,370	4,284,037
Total Shareholders' Equity	1,287,942	721,622	556,272	316,887	(3,810,862)
<b>Key Financial Ratios</b>	<b>2007</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>	<b>2004</b>	<b>2003</b>
<b>Profitability</b>					
Gross Margin (%)	17.64	10.01	10.73	10.92	5.44
Operating Margin (%)	10.15	0.50	0.33	0.84	(9.66)
EBITDA Margin (%)	18.28	10.35	13.85	18.93	12.34
Net Profit Margin (%)	3.25	29.93	18.25	906.26	(55.61)
ROAA (%)	1.81	13.51	6.36	318.05	(16.54)
ROAE (%)	2.91	26.61	13.68	n/a	n/a
<b>Liquidity</b>					
Current Ratio (x)	1.32	0.56	0.83	2.57	0.01
Quick Ratio (x)	0.46	0.21	0.24	0.82	0.00
<b>Activity</b>					
Inv. Turnover (x)	4.33	4.91	3.48	4.27	6.63
Net Fixed Asst Turnover (x)	0.75	0.57	0.44	0.40	0.32
Asset turnover (x)	0.56	0.45	0.35	0.35	0.30
<b>Leverage</b>					
DER (x)	0.19	0.55	0.65	1.38	n/a
Total Deb/Total Assets (x)	0.28	0.50	0.49	0.60	9.05

*Sumber: Bloomberg, diolah kembali*

### Analisis Profitabilitas

Selama lima tahun terakhir, MASA membukukan pertumbuhan penjualan sebesar 44% CAGR. Persentase pertumbuhan paling besar terjadi pada tahun 2005 ke 2006 yaitu sebesar 74%. Hal ini disebabkan karena pada tahun tersebut MASA banyak mendapatkan kontrak penjualan *off-take* dari beberapa perusahaan ban internasional.

Laba usaha tahun 2004 naik sebesar Rp 16 milyar atau 112% dari rugi usaha tahun 2003 sebesar Rp 14 milyar. Hal ini disebabkan karena adanya efisiensi dimana penjualan meningkat sebesar 55% namun beban usaha hanya meningkat 2%. Pada tahun 2007 laba usaha meningkat signifikan sebesar lebih dari 30 kali lipat. Hal ini disebabkan karena adanya lonjakan penjualan, sementara itu biaya pengangkutan dan pengemasan tidak bertambah secara signifikan (hanya sekitar 1%). Selain itu efisiensi juga terjadi pada beban umum dan administrasi yang hanya bertambah sekitar 8% dari Rp 30 milyar menjadi Rp 32 milyar. Selain itu efisiensi juga terjadi pada sistem distribusi dan penjualan dimana beban penjualan hanya bertambah sebesar 48%. Dengan demikian margin laba usaha juga melonjak signifikan dari di bawah 1% selama tahun 2003 – 2006 menjadi lebih dari 10% pada tahun 2007.

Laba bersih terlihat sangat berfluktuasi selama lima tahun terakhir, walaupun demikian EBITDA membaik dengan cukup stabil, sejalan dengan pertumbuhan penjualan. Ditahun 2004, laba bersih MASA meningkat menjadi sebesar Rp 2 triliun dari sebelumnya mengalami kerugian sebesar Rp 80 milyar di tahun 2003. Hal ini disebabkan karena adanya keuntungan dari restrukturisasi hutang dan beban bunga sebesar Rp 4,6 triliun dikurangi dengan hutang yang dikonversi menjadi modal dan hutang baru serta beban restrukturisasi sebesar Rp 2,2 triliun. Sehingga keuntungan dari restrukturisasi tersebut dibukukan sebesar Rp 2,4 triliun di pos luar biasa pada tahun 2004. Hal ini juga menyebabkan margin laba bersih di tahun 2004 melonjak menjadi sebesar 900% dari -56% ditahun 2003.

Laba bersih kembali melonjak lagi pada tahun 2006 menjadi sebesar Rp 170 milyar dari sebelumnya Rp 60 milyar di tahun 2005, atau melonjak sekitar 185%. Hal ini disebabkan karena adanya keuntungan luar biasa atas adanya pembayaran hutang kepada DTX Corporation (DTX), setelah pajak penghasilan, sebesar Rp 111 milyar. Pada tahun 2005 MASA juga memperoleh potongan hutang karena mempercepat pembayaran hutang kepada DTX sebesar USD 8,1 juta. Keuntungan atas potongan tersebut dicatat sebagai Pos Luar Biasa, bersih pada tahun 2005. Selain potongan hutang, MASA juga memperoleh manfaat pajak tangguhan dari rugi fiskal dari tahun sebelumnya sebesar Rp 26 milyar pada tahun 2005 dan Rp 43 milyar pada tahun 2006.

Hal-hal tersebut di atas juga menjelaskan margin laba bersih yang tinggi pada selama tahun 2005 dan 2006, dan menurun signifikan pada tahun 2007.

### **Analisis Solvency**

Dari sisi laporan neraca, MASA memiliki tingkat pertumbuhan yang cukup bagus baik pertumbuhan aset maupun ekuitas. Total aset tumbuh dengan tingkat pertumbuhan 31% CAGR dari tahun 2003 hingga 2007. Sisi aset tidak ada aset berkualitas rendah seperti *marketable securities* yang memiliki nilai pasar yang rendah atau aset-aset tak berwujud. Lebih dari 90% piutang memiliki kualifikasi lancar dan porsi piutang yang jatuh tempo lebih dari 60 hari hanya di bawah 0,5%.

*Leverage* MASA dapat dikatakan sehat karena rasio hutang jangka panjang terhadap ekuitas (DER) kurang dari satu selama tiga tahun terakhir dan per tahun 2007 hanya 0,19 kali. Rasio total hutang terhadap total aset juga terjaga tetap rendah (kurang dari satu) selama empat tahun terakhir. Ini berarti MASA memiliki kemampuan yang sangat baik untuk melunasi kewajiban-kewajibannya.

### **Analisis Rasio Likuiditas**

MASA tidak terlalu memiliki likuiditas yang baik. Hal ini terlihat dari *quick ratio* yang senantiasa di bawah satu selama periode lima tahun terakhir. Ini berarti aset lancar MASA di luar persediaan kurang memiliki kemampuan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Namun *current ratio* MASA per tahun 2007 sudah mulai membaik, yaitu lebih dari satu.

### **Analisis Rasio Aktivitas**

Rata-rata *inventory turnover* MASA dalam lima tahun terakhir adalah 4,72 kali. Hal ini berarti dalam lima tahun terakhir, rata-rata MASA memiliki kemampuan untuk melakukan perputaran persediaan hampir lima kali dalam waktu satu tahun.

*Net fixed asset turnover* terus membaik, hingga pada tahun 2007 mencapai 0,75 kali. Penjualan MASA dalam satu tahun mencapai tiga per empat dari total nilai aktiva tetapnya. Ini berarti MASA memiliki aktiva tetap yang sangat produktif. Sedangkan jika dibandingkan dengan total aset, penjualan MASA mencapai lebih dari setengahnya, atau 0,56 kali. Efektivitas ini pun terus membaik selama lima tahun terakhir, dari 0,30 di tahun 2003 hingga menjadi 0,56 kali di tahun 2007.

#### 4.4 Penilaian Nilai Intrinsik PSDN dengan Menggunakan Metode *Discounted Cash Flow (DCF)*

##### Proyeksi Arus Kas

Sebelum melakukan analisis nilai sinergi maka kita perlu mengetahui terlebih dahulu penilaian terhadap perusahaan target, yaitu PSDN. Mengingat tidak adanya perusahaan perkebunan yang fokus pada pengolahan karet alam dan biji kopi, baik yang tercatat di bursa Indonesia maupun bursa regional, maka penilaian menggunakan metode *relative valuation* kurang sesuai untuk mengetahui nilai intrinsik PSDN. Oleh karena itu penilaian akan dilakukan dengan menggunakan metode DCF karena dianggap paling sesuai dengan keadaan perusahaan saat ini. Arus kas yang akan digunakan sebagai dasar perhitungan adalah arus kas bebas untuk perusahaan (*free cash flow to the firm – FCFF*) hingga tahun 2012.

Asumsi-asumsi yang akan dipergunakan sebagai dasar perhitungan FCFF adalah sebagai berikut:

1. Nilai tukar Rupiah terhadap Dolar Amerika Serikat pada tahun 2008 adalah sebesar Rp 9.200 per satu Dolar AS. Rupiah diproyeksikan akan terdepresiasi sebesar 2% setiap tahun hingga tahun 2012.
2. Harga jual karet olahan (SIR) adalah USD 2.000 per ton pada tahun 2007 dan diproyeksikan meningkat 10% per tahun hingga tahun 2012, berdasarkan perkiraan pertumbuhan permintaan karet alam dunia yang tumbuh 11,3% hingga tahun 2015 (menurut riset yang dilakukan oleh CIC Consult, Inc.). Sementara itu harga jual biji kopi adalah USD 1.848 per ton pada tahun 2007 dan diproyeksikan akan meningkat 8% per tahun hingga tahun 2012.
3. Volume penjualan karet olahan pada tahun 2008 adalah sebesar 25.000 ton per tahun. Volume penjualan ini terus meningkat hingga mencapai 29.000 ton per tahun pada tahun 2012 atau hanya tumbuh 3% CAGR (*Compounded Annual Growth Rate*). Pertumbuhan volume penjualan yang terbatas ini akibat minimnya modal kerja PSDN.

4. Sementara itu volume penjualan biji kopi dari tahun 2008 adalah 655 ton, tumbuh 3% dari volume penjualan 2007. Volume ini diproyeksikan tetap tumbuh dengan tingkat pertumbuhan yang sama hingga tahun 2012.
5. Anak perusahaan PSDN yang bergerak di bidang kopi instan dan kopi bubuk, PT Aneka Coffee Industry, memberikan kontribusi penjualan sebesar Rp 134,6 milyar di tahun 2008 yang akan terus meningkat hingga Rp 184,4 milyar di tahun 2012. Angka ini berdasarkan asumsi-asumsi dari manajemen sebagai berikut:

**Tabel 4.5**  
**Asumsi Dasar PT Aneka Coffee Industry**

Sales (in tons)	2008	2009	2010	2011	2012
- Local	16	22	28	34	40
Ground Coffee	16	22	28	34	40
- Local	748	838	894	944	994
- Export	1,864	1,898	1,926	1,965	2,012
Instant Coffee	2,611	2,735	2,820	2,909	3,006
<b>Total Sales (in tons)</b>	<b>2,627</b>	<b>2,757</b>	<b>2,848</b>	<b>2,943</b>	<b>3,046</b>
<b>Avg. Sales Price , USD/ton</b>					
Ground Coffee – Local	2,386	2,573	2,775	2,992	3,227
Instant Coffee -- Local	6,661	6,826	6,996	7,169	7,347
Instant Coffee -- Export	5,534	5,671	5,812	5,981	6,130

6. COGS terdiri dari dua bagian, yaitu biaya variabel berupa bahan mentah dan biaya tetap berupa upah buruh langsung dan pabrikasi. Menurut pengalaman manajemen, komposisi biaya variabel adalah sebesar 85% dari nilai penjualan untuk produk karet dan biji kopi. Sedangkan biaya tetap diproyeksikan akan tumbuh sebesar 10% di tahun 2008 karena adanya tekanan inflasi. Sementara dari tahun 2009 hingga 2012 pertumbuhan biaya tetap adalah sebesar 7%, seiring dengan makin terkendalinya inflasi.

7. PSDN mendapat fasilitas pinjaman jangka pendek dari Bank berupa fasilitas pembiayaan *pre-export* dengan batas maksimum USD 7 juta. Fasilitas ini dikenakan bunga sebesar 6% (SIBOR satu tahun ditambah *cost of fund bank* dan premium sebesar 2,75%).
8. Sesuai dengan perjanjian, hutang sebesar USD 9 juta dari PT Bank DBS Indonesia akan dicicil selama lima tahun sebesar USD 1,8 juta per tahun. Fasilitas ini dikenakan bunga sebesar 7% per tahun.
9. Belanja modal adalah sebesar USD 140.000 per tahun untuk penambahan kapasitas mesin pengolahan karet alam dan biji kopi.
10. Asumsi-asumsi lain merupakan perhitungan berdasarkan data historis, dapat dilihat pada tabel berikut:

**Tabel 4.6**  
**Asumsi Dasar PT Prasadha Aneka Niaga Tbk**

	2008	2009	2010	2011	2012
A/R Days on Hand	30	30	30	30	30
INV Days on Hand	45	45	45	45	45
A/P Days on Hand	3	3	3	3	3
Accrued Exp Days on Hand	2	2	2	2	2
INCOME TAX RATE	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
DEP EXP / AGP (CGS PORTION)	8%	8%	8%	8%	8%
DEP EXP / AGP (SGA PORTION)	2%	2%	2%	2%	2%

Berdasarkan asumsi-asumsi tersebut di atas, maka keuangan PSDN untuk lima tahun ke depan adalah sebagai berikut:

**Tabel 4.7**  
**Proyeksi Keuangan PT Prasadha Aneka Niaga Tbk**

PT. PRASIDHA ANEKA NIAGA TBK ASSETS (in Rp Millions)	HIST 2006	HIST 2007	PROJ 2008	PROJ 2009	PROJ 2010	PROJ 2011	PROJ 2012
CASH ON HAND & IN BANKS	33,778	42,064	42,024	48,159	49,537	81,479	62,282
NET TRADE RECEIVABLES	25,598	47,408	54,337	60,722	60,709	77,694	94,239
INVENTORY	81,142	87,484	73,122	81,638	83,618	104,169	125,708
OTHER CA	5,315	6,438	6,436	6,438	6,436	6,436	6,438
<b>CURRENT ASSETS</b>	<b>145,832</b>	<b>164,382</b>	<b>175,920</b>	<b>196,954</b>	<b>210,301</b>	<b>249,778</b>	<b>288,658</b>
NET PROPERTY, PLANT & EQUIPMENT	135,784	120,284	103,823	88,877	70,024	53,063	35,991
INVESTMENTS IN SUBSIDIARIES	630	630	630	630	630	630	630
OTHER NCA	5,639	6,447	6,447	6,447	6,447	6,447	6,447
<b>TOTAL ASSETS</b>	<b>288,085</b>	<b>291,723</b>	<b>286,619</b>	<b>290,907</b>	<b>286,401</b>	<b>309,918</b>	<b>331,734</b>
PT. PRASIDHA ANEKA NIAGA TBK LIABILITIES (in Rp Millions)	HIST 2006	HIST 2007	PROJ 2008	PROJ 2009	PROJ 2010	PROJ 2011	PROJ 2012
STD - BANK	23,001	43,208	46,000	65,886	67,002	80,342	59,750
CP/LT - BANK/LEASES	23,452	15,169	18,580	16,891	17,229	17,574	17,025
TRADE PAYABLES	6,570	3,786	4,875	5,443	8,241	8,945	8,381
ACCRUED EXPENSES	2,501	2,952	3,530	3,929	4,488	4,989	5,971
TAX PAYABLES	5,187	7,122	11,922	1,011	2,402	5,065	7,564
OTHER CL	5,960	988	988	988	988	988	988
<b>CURRENT LIABILITIES</b>	<b>69,871</b>	<b>73,224</b>	<b>83,875</b>	<b>93,950</b>	<b>98,349</b>	<b>103,892</b>	<b>100,579</b>
LTD - BANKS	85,273	83,556	66,240	50,874	34,458	17,574	-
EMPLOYEE BENEFITS LIABILITY	8,531	11,275	14,657	10,055	24,771	32,202	41,883
OTHER NCL	10,711	9,018	9,018	9,018	9,018	9,018	9,018
<b>TOTAL LIABILITIES</b>	<b>174,186</b>	<b>177,078</b>	<b>173,791</b>	<b>172,897</b>	<b>166,598</b>	<b>162,688</b>	<b>151,460</b>
MINORITY INTEREST	23,161	29,779	30,005	34,077	40,403	46,385	52,793
Excess of net assets of consolidated subs	1,561	1,338	1,115	892	669	448	223
CAPITAL STOCK	720,000	720,000	720,000	720,000	720,000	720,000	720,000
FIXED ASSET REVALUATION	45,640	45,640	45,640	45,640	45,640	45,640	45,040
OTHER EQUITY	18,118	16,118	16,118	15,118	15,118	15,118	16,118
RETAINED EARNINGS (Deficit)	(701,420)	(689,582)	(698,226)	(700,050)	(699,416)	(693,025)	(681,359)
CURRENT EARNINGS (LOSSES)	11,847	(8,648)	(1,823)	634	8,391	11,666	26,858
<b>NET WORTH</b>	<b>92,176</b>	<b>83,531</b>	<b>81,708</b>	<b>82,342</b>	<b>88,733</b>	<b>100,400</b>	<b>127,257</b>
<b>TOTAL LIABILITIES &amp; NET WORTH</b>	<b>288,085</b>	<b>291,723</b>	<b>286,619</b>	<b>290,907</b>	<b>286,401</b>	<b>309,918</b>	<b>331,734</b>
PT. PRASIDHA ANEKA NIAGA TBK INCOME STATEMENT (in Rp Millions)	HIST 2006	HIST 2007	PROJ 2008	PROJ 2009	PROJ 2010	PROJ 2011	PROJ 2012
NET SALES	519,849	600,060	661,105	738,783	848,123	945,282	1,146,574
COGS	452,507	530,728	583,068	662,171	759,347	844,824	1,019,832
GROSS PROFIT	67,342	69,332	78,037	76,612	88,775	100,358	126,742
SG & A	36,467	41,543	51,120	54,929	59,368	83,078	70,131
NET OPERATING PROFIT (NOP)	30,875	27,789	16,887	21,683	29,379	36,480	56,610
OTHER EXPENSE / (INCOME) :							
INTEREST EXPENSE	16,687	12,932	9,844	10,003	8,625	7,598	5,817
OTHER EXPENSES (INCOME), net	(9,342)	5,559	3,672	3,672	3,672	3,672	3,672
NET PROFIT BEFORE TAX (NPBT)	23,550	9,297	3,371	8,008	16,882	25,213	47,522
INCOME TAX EXPENSE (BENEFIT)	7,132	9,576	1,011	2,402	5,065	7,564	14,257
NET PROFIT BEFORE UNUSUAL ITEMS (NPBUI)	16,419	(278)	2,360	5,606	11,818	17,649	33,265
MINORITY INT EXPENSE	4,572	8,367	4,183	4,972	5,428	5,982	8,408
CURRENT EARNINGS	11,847	(8,646)	(1,823)	634	6,391	11,666	26,858

Sedangkan proyeksi FCFF PSDN untuk lima tahun ke depan adalah sebagai berikut:

**Tabel 4.8**  
**Proyeksi FCFF PT Prasadha Aneka Niaga Tbk**

PT PRASIDHA ANEKANIAGA TBK FREE CASH FLOW (In Rp. Millions)	PROJ 2008	PROJ 2009	PROJ 2010	PROJ 2011	PROJ 2012
Free Cash Flow to the Firm					
EBIT (1-I)	6,323	9,128	14,197	18,778	32,712
- Capital Expenditures	1,288	1,314	1,340	1,387	1,394
+ Depreciation Expense	17,930	18,060	18,193	18,328	18,466
- Change in Working capital	7,542	24,844	18,221	14,877	33,157
Free Cash Flow to the Firm	15,422	1,030	12,829	21,082	16,628

### Perhitungan Tingkat Diskonto

Tingkat diskonto yang digunakan dalam valuasi disini adalah dengan *Weighted Average Cost of Capital (WACC)*. Asumsi-asumsi yang akan digunakan dalam menghitung WACC adalah :

1. Tingkat suku bunga bebas risiko (*risk free rate*) adalah 12,82%. Angka ini merupakan tingkat imbal hasil (*yield*) Surat Utang Negara (SUN) yang akan jatuh tempo dalam lima tahun, yaitu SUN seri FR0018 per 30 September 2008.
2. *Market Risk Premium* ditetapkan sebesar 7,5%. Awal tahun 2008 ini, Fitch Rating telah memberikan peringkat BB dengan *outlook* stabil kepada Indonesia. Menurut Damodaran, *risk premium* untuk negara dengan peringkat BB adalah 5,5%+2%, atau 7,5%.<sup>27</sup>

<sup>27</sup> Damodaran, Aswath. *Discounted Cash Flow Valuation: The Inputs*. Hal. 25.

3. Beta adalah sebesar 1,156. Angka ini merupakan Beta rata-rata emiten-emiten yang bergerak dibidang perkebunan di Bursa Efek Indonesia yang memiliki lahan karet yaitu PSDN, PT Agro Astra Lestari Tbk, PT Perkebunan London Sumatera Tbk, serta PT Bakrie Sumatra Plantations Tbk. Data tersebut diperoleh dari Bloomberg, berdasarkan perhitungan volatilitas harian saham emiten-emiten tersebut terhadap Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) selama bulan September 2005 hingga Agustus 2008. Rentang waktu ini dianggap cukup mewakili karena sudah menggambarkan fluktuasi IHSG akibat dua kali pemerintah menaikkan harga BBM, adanya kasus PT Perusahaan Gas Negara Tbk, serta fenomena fluktuasi harga batu bara dan CPO dunia.
4. *Cost of Debt* ditetapkan sebesar 15%. Angka ini diperoleh berdasarkan *spread* antara *cost of fund* perbankan dan bunga pinjaman yaitu sekitar 2%-2,5%. Tingkat suku bunga acuan dari *cost of fund* tersebut adalah tingkat imbal hasil (*yield*) SUN yang jatuh tempo sesuai dengan fasilitas pinjaman. Hingga kuartal ketiga tahun 2008 *yield* SUN yang memiliki tenor tiga hingga lima tahun adalah berkisar antara 11,5% hingga 12,5%. Karena PSDN memiliki *leverage* yang tinggi dan membukukan laba bersih yang negatif pada tahun buku 2007, maka PSDN diasumsikan memiliki tingkat risiko kredit yang tinggi. Dengan demikian *cost of debt* PSDN diasumsikan sebesar 15%, yang merupakan angka *cost of debt* yang paling konservatif.
5. *Tax Rate* ditetapkan sebesar 30%.

Berdasarkan asumsi-asumsi tersebut, maka perhitungan besarnya WACC adalah sebagai berikut:

**Tabel 4.9**  
**Perhitungan *Cost of Capital* PT Prasadha Aneka Niaga Tbk**

BV of Equity	83,531
BV of Debt	83,558
Risk Free Rate	12.82%
Market Risk Premium	7.50%
Beta	1.156
Cost Of Debt	15.00%
Tax Rate	30%
<b>Cost of Capital</b>	
Cost Of Common Equity	21.49%
After Tax Debt Cost	10.50%
Equity portion	49.99%
Debt portion	50.01%
<b>Weighted Avg Cost Of Capital</b>	<b>15.99%</b>

Berdasarkan pada perhitungan proyeksi arus kas bebas dan *cost of capital* di atas, maka *enterprise value* dari PSDN adalah Rp 101 milyar, atau Rp 70 per lembar saham, dengan perhitungan sebagai berikut:

**Tabel 4.10**  
**Perhitungan Nilai Intrinsik PT Prasadha Aneka Niaga Tbk**

Growth Rate	12.64%
WACC - Growth rate	3.35%
Terminal Value	495,855
PV of FCFF	41,835
PV of terminal value	236,153
Existing liabilities	177,076
<b>Enterprise Value</b>	<b>100,912</b>
O/S Shares	1,440
Price per Share	70

Tingkat *expected growth* PSDN adalah sebesar 12,6% seperti terlihat pada tabel 4.13.

**Tabel 4.11**  
**Perhitungan *Expected Growth* PT Prasadha Aneka Niaga Tbk**

Net Capex	(17,072)
Change in WC	33,157
EBIT (1-t)	32,712
Reinvestment Rate	49.17%
EBIT (1-t)	32,712
BV of Equity	127,257
ROC	25.71%
<b>Expected Growth Rate</b>	<b>12.64%</b>

#### 4.5 Penilaian Nilai Intrinsik MASA dengan Menggunakan Metode *Discounted Cash Flow (DCF)*

##### Proyeksi Arus Kas

Arus kas yang akan digunakan sebagai dasar perhitungan adalah arus kas bebas untuk perusahaan (*free cash flow to the firm – FCFF*) selama lima tahun kedepan. Asumsi-asumsi yang akan dipergunakan sebagai dasar perhitungan FCFF adalah sebagai berikut:

1. Nilai tukar Rupiah terhadap Dolar Amerika Serikat pada tahun 2008 adalah sebesar Rp 9.200 per satu Dolar AS. Rupiah diproyeksikan akan terdepresiasi sebesar 2% setiap tahun hingga tahun 2012.
2. Harga jual dari pabrik ke distributor untuk produk ban “komoditas” (sebutan untuk ban dengan rim antara 13 – 15 inci), ban UHPT (*Ultra High Performance Tire*), dan ban sepeda motor berturut-turut adalah Rp 224.400, Rp 306.000, dan Rp 54.000. Praktek umum yang terjadi di pasar adalah distributor mengambil margin sekitar 15% sebelum di jual ke *end user*. Harga jual ini diproyeksikan akan tumbuh 10% hingga lima tahun mendatang karena adanya peningkatan permintaan dari industri kendaraan bermotor berdasarkan estimasi Gaikindo.

3. Asumsi volume produksi dan penjualan untuk lima tahun mendatang adalah sebagai berikut:

**Tabel 4.12**  
**Asumsi volume produksi dan penjualan**  
**PT Multistrada Arah Sarana Tbk**

	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P
<b>CAR TIRES</b>					
production capacity	6,205,000	6,935,000	6,935,000	7,665,000	7,665,000
sales volume	5,274,250	5,894,750	5,894,750	6,515,250	6,898,500
export sales	3,342,000	3,342,000	3,092,000	2,842,000	2,717,000
domestic sales	1,932,250	2,552,750	2,802,750	3,673,250	4,181,500
<b>Sales mix</b>					
Commodity tires	60%	50%	40%	30%	30%
UHPT	40%	50%	60%	70%	70%
<b>Sales volume - export</b>					
Commodity tires	2,005,200	1,671,000	1,236,800	852,600	815,100
UHPT	1,336,800	1,671,000	1,855,200	1,989,400	1,901,900
<b>Sales volume - domestic</b>					
Commodity tires	1,159,350	1,276,375	1,121,100	1,101,975	1,254,450
UHPT	772,900	1,276,375	1,681,650	2,571,275	2,927,050
<b>MOTORBIKE TIRES</b>					
production capacity	2,920,000	2,920,000	2,920,000	2,920,000	2,920,000
sales/capacity	70%	70%	90%	90%	90%
sales volume	2,044,000	2,044,000	2,628,000	2,628,000	2,628,000

4. Penjualan ekspor akan dikurangi secara bertahap karena memiliki margin yang lebih kecil dibandingkan dengan penjualan domestik. Penjualan ekspor pada proyeksi ini seluruhnya merupakan pelaksanaan perjanjian *off-take* dengan perusahaan-perusahaan ban luar negeri. Selain pergeseran pasar, komposisi penjualan pun akan mengalami pergeseran dari mayoritas ban komoditas ke ban UHPT.
5. Fasilitas pinjaman jangka pendek dari Bank dikurangi menjadi USD 7,5 juta pada tahun 2008 dan ditutup pada tahun 2009. Hal ini karena MASA memiliki cukup kas untuk modal kerja. Fasilitas pinjaman tersebut dikenakan bunga sebesar 8%.
6. Fasilitas pinjaman jangka panjang yang diperoleh pada tahun 2007 sebesar USD 26.425.000 akan dicicil pembayarannya dan akan lunas pada tahun 2011 sesuai dengan perjanjian kredit.

7. MASA saat ini sedang membangun fasilitas produksi baru untuk menambah kapasitas senilai Rp 412 milyar yang pembangunannya akan dilakukan secara bertahap hingga tahun 2010.
8. Asumsi-asumsi lain merupakan perhitungan berdasarkan data historis, dapat dilihat pada tabel berikut:

**Tabel 4.13**  
**Asumsi-asumsi Dasar PT Multistrada Arah Sarana Tbk**

	2008	2009	2010	2011	2012
A/R Days on Hand	22	22	22	22	22
INV Days on Hand	114	114	114	114	114
A/P Days on Hand	54	54	54	54	54
Accrued Exp Days on Hand	3	3	3	3	3
INCOME TAX RATE	30%	30%	30%	30%	30%
DEP EXP / AGP (CGS PORTION)	6%	6%	6%	6%	6%
DEP EXP / AGP (SGA PORTION)	1%	1%	1%	1%	1%

Berdasarkan asumsi-asumsi tersebut di atas, maka keuangan MASA untuk lima tahun ke depan adalah sebagai berikut:

**Tabel 4.14**  
**Proyeksi Keuangan PT Multistrada Arah Sarana Tbk**

PT MULTISTRADA ARAH SARANA TBK ASSETS (in Rp. Millions)	HIST 2006	HIST 2007	PROJ 2008	PROJ 2009	PROJ 2010	PROJ 2011	PROJ 2012
CASH ON HAND & IN BANKS	5,372	17,422	52,348	185,428	411,690	583,648	1,006,399
NET TRADE RECEIVABLES	30,721	52,977	85,826	108,082	124,865	155,406	180,623
INVENTORY	109,972	231,841	339,009	413,266	470,912	571,876	656,883
OTHER CA	30,796	52,148	52,148	35,393	35,393	35,393	35,393
<b>CURRENT ASSETS</b>	<b>176,861</b>	<b>354,389</b>	<b>629,332</b>	<b>742,168</b>	<b>1,042,858</b>	<b>1,348,523</b>	<b>1,879,298</b>
NET PROPERTY, PLANT & EQUIPMENT	1,174,722	1,223,780	1,234,349	1,231,068	1,229,931	1,294,491	1,308,628
OTHER NCA	82,105	221,004	221,004	221,004	221,004	221,004	221,004
<b>TOTAL ASSETS</b>	<b>1,433,688</b>	<b>1,799,172</b>	<b>1,984,685</b>	<b>2,194,239</b>	<b>2,493,795</b>	<b>2,862,018</b>	<b>3,408,930</b>
PT MULTISTRADA ARAH SARANA TBK LIABILITIES (in Rp. Millions)	HIST 2006	HIST 2007	PROJ 2008	PROJ 2009	PROJ 2010	PROJ 2011	PROJ 2012
STD - BANK	125,670	80,209	69,000	-	-	-	-
CP OF LONG TERM DEBT/LEASES	44,924	44,758	38,969	53,800	112,281	51,285	13,946
TRADE PAYABLES	110,815	108,517	160,583	195,757	223,063	270,889	311,155
ACCRUED EXPENSES	8,869	6,775	9,711	11,818	13,474	16,338	18,771
TAX PAYABLES	2,093	6,910	14,372	63,093	97,983	123,051	173,141
OTHER CL	22,800	21,101	21,101	21,101	21,101	21,101	21,101
<b>CURRENT LIABILITIES</b>	<b>315,171</b>	<b>268,271</b>	<b>313,737</b>	<b>346,569</b>	<b>467,903</b>	<b>482,664</b>	<b>538,115</b>
LTD - BANK / LEASES (new)	217,137	217,140	211,582	161,890	52,748	2,444	1,194
LTD - Bonds	182,360	-	-	-	-	-	-
OTHER NCL	17,398	25,820	28,477	31,532	35,046	39,087	43,734
<b>TOTAL LIABILITIES</b>	<b>712,066</b>	<b>511,231</b>	<b>553,798</b>	<b>538,992</b>	<b>555,697</b>	<b>524,195</b>	<b>583,043</b>
Share Capital	466,200	856,643	856,643	856,643	856,643	856,643	856,643
Additional Paid-in Capital, net	33,004	191,129	191,129	191,129	191,129	191,129	191,129
Share Options	5,334	-	-	-	-	-	-
RETAINED EARNINGS	47,078	217,085	240,170	383,118	607,476	890,326	1,290,052
CURRENT EARNINGS	170,007	23,086	142,948	224,358	282,850	399,726	488,064
<b>NET WORTH</b>	<b>721,622</b>	<b>1,287,942</b>	<b>1,430,889</b>	<b>1,655,247</b>	<b>1,938,098</b>	<b>2,337,823</b>	<b>2,825,887</b>
<b>TOTAL LIABILITIES &amp; NET WORTH</b>	<b>1,433,688</b>	<b>1,799,172</b>	<b>1,984,685</b>	<b>2,194,239</b>	<b>2,493,795</b>	<b>2,862,018</b>	<b>3,408,930</b>
PT MULTISTRADA ARAH SARANA TBK INCOME STATEMENT (in Rp. Millions)	HIST 2006	HIST 2007	PROJ 2008	PROJ 2009	PROJ 2010	PROJ 2011	PROJ 2012
NET SALES	568,032	898,335	1,423,935	1,793,183	2,071,630	2,578,323	2,996,697
COGS	511,182	739,854	1,085,424	1,323,175	1,507,743	1,831,008	2,103,179
<b>GROSS PROFIT</b>	<b>56,850</b>	<b>158,481</b>	<b>338,512</b>	<b>470,008</b>	<b>563,886</b>	<b>747,315</b>	<b>893,518</b>
SG&A	54,003	67,802	86,120	114,698	131,650	158,745	180,675
<b>NET OPERATING PROFIT (NOP)</b>	<b>2,847</b>	<b>90,679</b>	<b>242,392</b>	<b>355,312</b>	<b>432,236</b>	<b>590,570</b>	<b>712,843</b>
OTHER EXPENSE / (INCOME) :							
INTEREST EXPENSE	22,385	36,859	22,572	19,191	12,556	3,924	-
OTHER EXPENSES (INCOME)	(35,625)	10,243	9,510	9,510	9,510	9,510	9,510
<b>NET PROFIT BEFORE TAX (NPBT)</b>	<b>16,087</b>	<b>43,577</b>	<b>210,310</b>	<b>326,611</b>	<b>410,170</b>	<b>577,135</b>	<b>703,333</b>
INCOME TAX EXPENSE (BENEFIT)	(42,702)	14,372	67,362	102,252	127,320	177,410	215,269
<b>INCOME FROM ORDINARY ACTIVITIES</b>	<b>58,789</b>	<b>29,204</b>	<b>142,948</b>	<b>224,358</b>	<b>282,850</b>	<b>399,726</b>	<b>488,064</b>
EXTRAORDINARY ITEMS, NET	(111,218)	-	-	-	-	-	-
<b>NET INCOME</b>	<b>170,007</b>	<b>29,204</b>	<b>142,948</b>	<b>224,358</b>	<b>282,850</b>	<b>399,726</b>	<b>488,064</b>

Sedangkan proyeksi FCFF MASA untuk lima tahun ke depan adalah sebagai berikut:

**Tabel 4.15**  
**Proyeksi FCFF PT Multistrada Arah Sarana Tbk**

PT MULTISTRADA ARAH SARANA Tbk FREE CASH FLOW (in Rp. Millions)	PROJ 2008	PROJ 2009	PROJ 2010	PROJ 2011	PROJ 2012
Free Cash Flow to the Firm					
EBIT (1-t)	163,017	242,061	295,908	406,742	492,333
- Capital Expenditures	86,152	94,767	104,244	126,136	138,749
+ Depreciation Expense	83,555	89,435	95,903	103,390	111,999
- Change in Working capital	77,552	(6,245)	10,576	55,749	17,434
Free Cash Flow to the Firm	82,868	242,973	276,990	328,248	448,149

### Perhitungan Tingkat Diskonto

Tingkat diskonto yang digunakan dalam valuasi disini adalah dengan *Weighted Average Cost of Capital (WACC)*. Asumsi-asumsi yang akan digunakan dalam menghitung WACC adalah :

1. Tingkat suku bunga bebas risiko (*risk free rate*) adalah 12,82%. Angka ini merupakan tingkat imbal hasil (*yield*) Surat Utang Negara (SUN) yang akan jatuh tempo dalam lima tahun, yaitu SUN seri FR0018 per 30 September 2008.
2. *Market Risk Premium* ditetapkan sebesar 7,5%. Awal tahun 2008 ini, Fitch Rating telah memberikan peringkat BB dengan *outlook* stabil kepada Indonesia. Menurut Damodaran, *risk premium* untuk negara dengan peringkat BB adalah 5,5%+2%, atau 7,5%.<sup>28</sup>
3. Beta adalah sebesar 0,941. Ini merupakan nilai beta dari PT Gajah Tunggal Tbk (GJTL). Emiten-emiten produsen ban yang sahamnya tercatat di Bursa Efek Indonesia adalah MASA, PT Goodyear Indonesia Tbk (GDYR), dan PT Gajah Tunggal Tbk (GJTL). Diantara emiten-emiten produsen ban tersebut, GJTL merupakan saham yang paling likuid dan paling aktif diperdagangkan sehingga angka ini diasumsikan sudah mencerminkan keadaan yang sebenarnya. MASA sendiri memiliki nilai beta sebesar 0,627.

<sup>28</sup> Damodaran, Aswath. *Discounted Cash Flow Valuation: The Inputs*. Hal. 25.

Data tersebut diperoleh dari Bloomberg, berdasarkan perhitungan volatilitas harian saham emiten-emiten tersebut terhadap Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) selama bulan September 2005 hingga Agustus 2008. Rentang waktu ini dianggap cukup mewakili karena sudah menggambarkan fluktuasi IHSG akibat dua kali pemerintah menaikkan harga BBM, adanya kasus PT Perusahaan Gas Negara Tbk, serta fenomena fluktuasi harga batu bara dan CPO dunia.

4. *Cost of Debt* ditetapkan sebesar 14%. Angka ini diperoleh berdasarkan *spread* antara *cost of fund* perbankan dan bunga pinjaman yaitu sekitar 2%-2,5%. Tingkat suku bunga acuan dari *cost of fund* tersebut adalah tingkat imbal hasil (*yield*) SUN yang jatuh tempo sesuai dengan fasilitas pinjaman. Hingga kuartal ketiga tahun 2008 *yield* SUN yang memiliki tenor tiga hingga lima tahun adalah berkisar antara 11,5% hingga 12,5%. Karena MASA memiliki tingkat risiko kredit yang lebih baik dibandingkan dengan PSDN, maka *cost of debt* MASA diasumsikan lebih rendah yaitu sebesar 14%.
5. *Tax Rate* ditetapkan sebesar 30%.

Berdasarkan asumsi-asumsi tersebut, maka perhitungan besarnya WACC adalah sebagai berikut:

**Tabel 4.16**

**Perhitungan *Cost of Capital* PT Multistrada Arah Sarana Tbk**

BV of Equity	1,287,942
BV of Debt	217,140
Risk Free Rate	12.82%
Market Risk Premium	7.50%
Beta	0.941
Cost Of Debt	14.00%
Tax Rate	30.00%
<b>Cost of Capital</b>	
Cost Of Common Equity	19.88%
After Tax Debt Cost	9.80%
Equity portion	85.57%
Debt portion	14.43%
<b>Weighted Avg Cost Of Capital</b>	<b>18.42%</b>

Dengan berdasarkan kepada perhitungan proyeksi arus kas bebas dan *cost of capital* di atas, maka *enterprise value* dari MASA adalah Rp 1,36 triliun, atau Rp 222 per saham, dengan perhitungan sebagai berikut:

**Tabel 4.17**  
**Perhitungan Nilai Intrinsik PT Multistrada Arah Sarana Tbk**  
**(dalam juta Rupiah, kecuali Harga per Saham)**

Growth Rate	1.56%
WACC-Growth rate	16.86%
Terminal Value	2,658,051
PV of FCFE	769,320
PV of terminal value	1,141,227
Existing liabilities	553,796
<b>Enterprise Value</b>	<b>1,356,751</b>
O/S Shares	6,119
Price per Share	222

Tingkat *sustainable growth* setelah tahun 2012 adalah 1,56%, dengan perhitungan sebagai berikut:

**Tabel 4.18**  
**Perhitungan *Expected Sustainable Growth***  
**PT Multistrada Arah Sarana Tbk**

EBIT (1-t)	492,333
Capex	138,749
Depredation	111,999
Change in Working Capital	17,434
Reinvestment Rate	8.97%
BV of Equity	2,825,887
ROC	17.42%
<b>Expected Growth Rate</b>	<b>1.56%</b>

#### 4.6 Proforma Laporan Keuangan Perusahaan Pasca Merger

Sebagaimana telah dijelaskan sebelumnya, bahwa nilai intrinsik PSDN adalah sebesar Rp 101 miliar. Untuk mendapatkan kontrol penuh terhadap PSDN maka MASA harus mengakuisisi 51% kepemilikan, atau sebesar Rp 51,5 miliar. Dana untuk mengakuisisi tersebut 30% berasal dari kas internal dan sisanya diperoleh pendanaan melalui pinjaman bank, atau sekitar Rp 37 miliar.

Dengan demikian maka proforma laporan keuangan MASA pasca merger dapat dilihat pada tabel berikut:

**Tabel 4.19**  
**Proforma Laporan Keuangan**  
**PT Multistrada Arah Sarana Tbk Pasca Merger**  
**per 31 Desember 2007**

PT. MULTISTRADA ARAH SARANA TBK ASSETS (In Rp. Millions)	MASA	PSDN	Elimination/Adjustment		Consolidated
			Dr	Cr	
CASH ON HAND & IN BANKS	17,422	42,964	38,000	51,465	46,921
NET TRADE RECEIVABLES	52,977	47,498			100,476
INVENTORY	231,841	67,484			299,325
OTHER CA	52,148	6,436			58,584
<b>CURRENT ASSETS</b>	<b>354,389</b>	<b>164,382</b>			<b>505,305</b>
NET PROPERTY, PLANT & EQUIPMENT	1,223,780	120,264			1,344,044
INVESTMENTS IN SUBSIDIARIES		630			630
OTHER NCA	221,004	6,447			227,451
GOODWILL			8,865		8,865
<b>TOTAL ASSETS</b>	<b>1,799,172</b>	<b>291,723</b>			<b>2,086,295</b>
PT. MULTISTRADA ARAH SARANA TBK LIABILITIES (In Rp. Millions)	MASA	PSDN	Elimination/Adjustment		Consolidated
			Dr	Cr	
STD - BANK	80,209	43,208			123,417
CP OF LONG TERM DEBT/LEASES	44,758	15,169			59,927
TRADE PAYABLES	108,517	3,785			112,303
ACCRUED EXPENSES	6,775	2,952			9,727
TAX PAYABLES	6,910	7,122			14,031
OTHER CL	21,101	988			22,089
<b>CURRENT LIABILITIES</b>	<b>268,271</b>	<b>73,224</b>			<b>341,495</b>
LTD - BANK / LEASES	217,140	83,558	38,000		338,699
OTHER NCL	25,820	20,293			46,113
<b>TOTAL LIABILITIES</b>	<b>511,231</b>	<b>177,076</b>			<b>726,306</b>
MINORITY INTEREST		29,779	40,930		70,709
Excess of net assets of consolidated subs		1,338			1,338
CAPITAL STOCK	1,047,772	720,000			1,047,772
OTHER EQUITY		61,758			-
RETAINED EARNINGS (Deficit)	217,085	(689,582)			217,085
CURRENT EARNINGS (LOSSES)	23,086	(8,646)			23,086
<b>NET WORTH</b>	<b>1,287,942</b>	<b>83,531</b>			<b>1,287,942</b>
<b>TOTAL LIABILITIES &amp; NET WORTH</b>	<b>1,799,172</b>	<b>291,723</b>			<b>2,086,295</b>
PT. MULTISTRADA ARAH SARANA TBK LIABILITIES (In Rp. Millions)	MASA	PSDN	Elimination/Adjustment		Consolidated
			Dr	Cr	
NET SALES	898,335	600,060			1,498,395
COGS	739,854	530,728			1,270,582
<b>GROSS PROFIT</b>	<b>158,481</b>	<b>69,332</b>			<b>227,813</b>
SG & A	67,802	41,543			109,346
<b>NET OPERATING PROFIT (NOP)</b>	<b>90,679</b>	<b>27,789</b>			<b>118,467</b>
OTHER EXPENSE / (INCOME) :					
INTEREST EXPENSE	36,859	12,932			49,792
OTHER EXPENSES (INCOME), net	10,243	5,559			15,802
<b>NET PROFIT BEFORE TAX (NPBT)</b>	<b>43,577</b>	<b>9,297</b>			<b>52,874</b>
INCOME TAX EXPENSE (BENEFIT)	14,372	9,576			23,948
<b>INCOME FROM ORDINARY ACTIVITIES</b>	<b>29,204</b>	<b>(278)</b>			<b>28,926</b>
MINORITY INT EXPENSE	-	8,367		4,236	4,131
<b>NET INCOME</b>	<b>29,204</b>	<b>(8,646)</b>			<b>24,795</b>

#### 4.6.1 Proyeksi Keuangan Perusahaan Pasca Merger

Asumsi-asumsi yang akan dipergunakan sebagai dasar penyusunan proyeksi keuangan adalah sama seperti asumsi yang digunakan sebagai dasar perhitungan nilai PSDN dan MASA. Namun demikian, ada beberapa asumsi tambahan sebagai berikut:

1. Volume penjualan karet PSDN pada tahun 2008 meningkat menjadi 26.000 ton dari sebelumnya 24.000 ton. Hal ini disebabkan karena adanya tambahan permintaan dari MASA. Selain itu adanya dana masuk hasil akuisisi sebesar Rp 51,5 miliar dapat digunakan PSDN untuk menambah kapasitas dan modal kerja. Dengan demikian maka pertumbuhan penjualan pun diproyeksikan makin cepat, sehingga pada tahun 2012 akan mencapai 35.000 ton per tahun.
2. Pada tahun 2008 PSDN menjual 20% dari produksi karetnya ke MASA dan meningkat menjadi 40% pada tahun 2009 hingga 2012. Hal ini karena diasumsikan akuisisi baru terlaksana pada semester kedua tahun 2008.

Dengan demikian maka, proyeksi neraca dan laporan rugi laba MASA pasca merger adalah sebagai berikut:

**Tabel 4.20**  
**Proyeksi Neraca**  
**PT Multistrada Arah Sarana Tbk Pasca Merger**

PT MULTISTRADA ARAH SARANA TBK (ASSETS) (in Rp. Millions)	HIST 2008	HIST 2007	PROJ 2008	PROJ 2009	PROJ 2010	PROJ 2011	PROJ 2012
CASH ON HAND & IN BANKS	5,372	46,921	140,655	277,153	508,237	691,751	1,122,112
NET TRADE RECEIVABLES	30,721	100,476	121,667	126,130	145,557	179,792	211,513
INVENTORY	109,972	299,325	349,982	407,396	467,091	569,401	657,078
OTHER CA	30,795	58,584	58,584	41,829	41,829	41,829	41,829
<b>CURRENT ASSETS</b>	<b>176,861</b>	<b>505,305</b>	<b>670,888</b>	<b>852,507</b>	<b>1,162,713</b>	<b>1,482,773</b>	<b>2,032,532</b>
NET PROPERTY, PLANT & EQUIPMENT	1,174,722	1,344,044	1,339,195	1,320,286	1,303,311	1,351,814	1,349,673
INVESTMENTS IN SUBSIDIARIES	-	630	630	630	630	630	630
OTHER NCA	82,105	227,451	227,451	227,451	227,451	227,451	227,451
GOODWILL	-	8,865	8,865	8,865	8,865	8,865	8,865
<b>TOTAL ASSETS</b>	<b>1,433,688</b>	<b>2,086,295</b>	<b>2,247,929</b>	<b>2,409,738</b>	<b>2,702,970</b>	<b>3,071,632</b>	<b>3,619,150</b>
PT MULTISTRADA ARAH SARANA TBK (LIABILITIES) (in Rp. Millions)	HIST 2008	HIST 2007	PROJ 2008	PROJ 2009	PROJ 2010	PROJ 2011	PROJ 2012
STD - BANK	125,670	123,417	115,000	65,688	67,002	68,342	59,750
CP OF LONG TERM DEBT/LEASES	44,924	59,927	55,529	70,691	129,510	68,859	31,871
TRADE PAYABLES	110,815	112,303	145,457	155,121	176,459	215,922	241,462
ACCRUED EXPENSES	8,869	9,727	13,349	15,971	18,205	21,856	25,665
TAX PAYABLES	2,093	14,031	28,294	64,028	101,590	129,851	185,331
OTHER CL	22,600	22,089	66,183	67,477	70,985	77,086	87,431
<b>CURRENT LIABILITIES</b>	<b>315,171</b>	<b>341,495</b>	<b>421,812</b>	<b>438,976</b>	<b>563,752</b>	<b>581,917</b>	<b>631,511</b>
LTD - BANK / LEASES (new)	217,137	338,699	277,822	212,564	87,206	20,017	1,194
LTD - Bonds	162,360	-	-	-	-	-	-
OTHER NCL	17,398	46,113	37,495	40,550	44,064	48,105	52,752
<b>TOTAL LIABILITIES</b>	<b>712,066</b>	<b>726,306</b>	<b>737,129</b>	<b>692,090</b>	<b>695,022</b>	<b>650,040</b>	<b>685,458</b>
MINORITY INTEREST	-	70,709	95,173	101,933	112,375	129,363	158,281
Excess of net assets of consolidated subs	-	1,338	1,115	892	669	445	223
CAPITAL STOCK	466,200	1,047,772	1,047,772	1,047,772	1,047,772	1,047,772	1,047,772
OTHER EQUITY	38,338	-	-	-	-	-	-
RETAINED EARNINGS (Deficit)	47,078	217,085	219,730	336,066	553,531	826,748	1,209,518
CURRENT EARNINGS (LOSSES)	170,007	23,086	146,110	231,086	293,601	417,164	517,900
<b>NET WORTH</b>	<b>721,622</b>	<b>1,287,942</b>	<b>1,413,612</b>	<b>1,614,924</b>	<b>1,894,903</b>	<b>2,291,683</b>	<b>2,775,189</b>
<b>TOTAL LIABILITIES &amp; NET WORTH</b>	<b>1,433,688</b>	<b>2,086,295</b>	<b>2,247,929</b>	<b>2,409,738</b>	<b>2,702,970</b>	<b>3,071,632</b>	<b>3,619,150</b>

**Tabel 4.21**  
**Proyeksi Laporan Rugi Laba**  
**PT Multistrada Arah Sarana Tbk Pasca Merger**

PT MULTISTRADA ARAH SARANA TBK INCOME STATEMENT (in Rp Millions)	HIST. 2008	HIST. 2007	PROJ. 2008	PROJ. 2009	PROJ. 2010	PROJ. 2011	PROJ. 2012
NET SALES	568,032	1,498,395	1,969,011	2,263,704	2,611,079	3,214,104	3,802,040
COGS	511,182	1,270,582	1,561,601	1,711,674	1,951,286	2,348,650	2,751,089
GROSS PROFIT	56,850	227,813	407,410	552,030	659,793	865,255	1,050,951
SG&A	54,003	109,346	147,556	170,345	191,876	222,431	253,661
NET OPERATING PROFIT (NOP)	2,847	118,467	259,853	381,685	467,917	642,824	797,090
OTHER EXPENSE / (INCOME):							
INTEREST EXPENSE	22,385	49,792	33,244	29,870	21,898	11,872	5,796
OTHER EXPENSES (INCOME)	(35,625)	15,802	13,182	13,182	13,182	13,182	13,182
NET PROFIT BEFORE TAX (NPBT)	16,087	52,874	213,428	338,633	432,837	617,771	778,112
INCOME TAX EXPENSE (BENEFIT)	(42,702)	23,948	68,298	105,859	134,120	189,600	237,703
INCOME FROM ORDINARY ACTIVITIES	58,789	28,926	145,130	232,774	298,717	428,170	540,409
EXTRAORDINARY ITEMS, NET MINORITY INTEREST EXPENSES	(111,218)	-	(980)	1,688	5,116	11,006	22,510
NET INCOME	170,007	24,795	146,110	231,086	293,601	417,164	517,909

#### 4.6.2 Analisis Nilai Sinergi

Sinergi dapat terjadi apabila konsolidasi perusahaan menghasilkan kinerja yang lebih baik setelah adanya penggabungan usaha daripada apabila kedua perusahaan tersebut beroperasi secara sendiri-sendiri. Sinergi ini dapat diukur dengan menghitung selisih antara nilai perusahaan setelah penggabungan usaha dengan nilai perusahaan masing-masing sebagai suatu entitas bisnis tersendiri, atau dengan kata lain:

$$\text{Sinergi} = V_{AB} - (V_A + V_B)$$

Dimana:

VAB = nilai perusahaan pasca merger

VA = nilai PSDN

VB = nilai MASA

Sebagaimana telah dijelaskan sebelumnya, bahwa nilai intrinsik PSDN adalah sebesar Rp 100.912 juta dan nilai intrinsik MASA adalah Rp 1.356.751 juta.

Untuk menghitung berapa nilai perusahaan pasca merger digunakan metode *Discounted Cash Flow*. Arus kas yang akan digunakan sebagai dasar perhitungan adalah arus kas bebas untuk perusahaan (*free cash flow to the firm – FCFF*) selama lima tahun kedepan. Sementara itu asumsi-asumsi yang digunakan dalam menentukan tingkat diskonto dan *cost of capital* adalah sama dengan asumsi yang digunakan untuk menghitung nilai intrinsik MASA. Perhitungan nilai intrinsik MASA pasca merger dapat dilihat pada tabel-tabel sebagai berikut:

**Tabel 4.22**  
**Proyeksi FCFF**  
**PT Multistrada Arah Sarana Tbk Pasca Merger**

PT MULTISTRADA ARAH SARANA TBK	PROJ 2008	PROJ 2009	PROJ 2010	PROJ 2011	PROJ 2012
FREE CASH FLOW (in Rp. Millions)					
EBIT (1-1)	173,356	256,771	314,733	433,045	532,979
- Capital Expenditures	88,728	97,343	106,820	128,712	141,325
+ Depreciation Expense	101,549	107,429	113,897	121,384	129,993
- Change in Working capital	87,344	3,547	20,368	65,540	27,226
Free Cash Flow to the Firm	98,833	263,310	301,442	360,178	494,421

**Tabel 4.23**  
**Perhitungan WACC**  
**PT Multistrada Arah Sarana Tbk Pasca Merger**

BV of Equity	1,413,612
BV of Debt	737,129
Risk Free Rate	12.82%
Market Risk Premium	7.50%
Beta	0.941
Cost Of Debt	14.00%
Tax Rate	30.00%
Cost of Capital	
Cost Of Common Equity	19.88%
After Tax Debt Cost	9.80%
Equity portion	65.73%
Debt portion	34.27%
Weighted Avg. Cost Of Capital	16.42%

**Tabel 4.24**  
**Perhitungan *Expected Growth Rate***  
**PT Multistrada Arah Sarana Tbk Pasca Merger**

Nel Capex	11,332
Ch. In Working Capital	27,226
EBIT	532,979
BV of Capital	2,775,189
Reinvestment Rate	7.23%
ROC	19.21%
Expected Growth Rate	5.14%

**Tabel 4.25**  
**Perhitungan Nilai Perusahaan**  
**PT Multistrada Arah Sarana Tbk Pasca Merger**

Growth Rate	1.39%
WACC-Growth rate	15.03%
Terminal Value	3,288,636
PV of FCFF	897,365
PV of terminal value	1,537,483
Existing liabilities	737,129
<b>Enterprise Value</b>	<b>1,697,719</b>
O/S Shares	6,119
Price per Share	277

Dengan demikian nilai sinergi dari merger tersebut adalah:

$$\begin{aligned} \text{Sinergi} &= \text{Rp } 1.697.719 \text{ juta} - (\text{Rp } 100.912 \text{ juta} + \text{Rp } 1.356.751 \text{ juta}) \\ &= \text{Rp } 240.056 \text{ juta} \end{aligned}$$

#### 4.7 Risiko-risiko yang harus diantisipasi

##### 1. Risiko Membengkaknya biaya akuisisi

- Pada tahun 2005 ADM Capital sebagai salah satu kreditur PSDN mengkonversikan utangnya menjadi kepemilikan saham. ADM Capital yang merupakan perusahaan investasi tentu saja memiliki ekspektasi tingkat pengembalian tertentu pada investasinya di PSDN. Hal ini dapat menyebabkan MASA harus memberikan kompensasi kepada ADM Capital yang menyebabkan membengkaknya biaya akuisisi.
- MASA mengakuisisi pada harga Rp 70 per lembar saham, dimana harga ini hanya 1,2 kali dari nilai buku (*PBV – price to book value*). Mengingat rata-rata PBV emiten-emiten perkebunan yang memiliki lahan karet per September 2008 mencapai 2,3 PBV, ada kemungkinan manajemen maupun pemegang saham mayoritas PSDN mengharapkan harga yang lebih tinggi.

## 2. Risiko Bisnis dari Merger

- Risiko menurunnya perekonomian merupakan risiko bisnis terbesar yang harus dihadapi oleh MASA. Turunnya daya beli masyarakat akibat lesunya perekonomian mengakibatkan menurunnya permintaan kendaraan bermotor yang bermuara pada turunnya permintaan akan ban. Apabila permintaan menurun sementara investasi untuk akuisisi sudah dilakukan maka akuisisi ini dapat mengakibatkan turunnya nilai pemegang saham.
- Risiko untuk PSDN berupa risiko *mismanagement* dari MASA akibat adanya intervensi selaku pemegang saham mayoritas. MASA memiliki kepentingan untuk turut mengendalikan PSDN, sementara MASA tidak memiliki keahlian dan pengalaman untuk menjalankan bisnis perkebunan yang telah bertahun-tahun dijalankan oleh PSDN. Hal ini dapat mengakibatkan adanya kesimpang-siuran dalam manajemen yang berisiko membebani kinerja perusahaan.

## BAB 5

### KESIMPULAN DAN SARAN

#### 5.1 Kesimpulan

Adanya peningkatan permintaan kendaraan bermotor akhir-akhir ini turut mendorong permintaan terhadap ban kendaraan bermotor. Bagi produsen ban seperti MASA, adanya kepastian pasokan dan harga bahan baku merupakan suatu keuntungan yang cukup signifikan. Disisi lain, PSDN yang saat ini sulit untuk mengembangkan usahanya karena terbatasnya modal kerja. Keterbatasan ini mengakibatkan PSDN selalu tertinggal dalam menangkap kesempatan dalam kenaikan harga komoditas karet.

Potensi sinergi muncul dari keadaan di atas. Dana hasil akuisisi oleh MASA dapat dimanfaatkan oleh PSDN untuk menambah kapasitas produksi dan suntikan modal kerja yang selama ini terbatas. Dengan demikian PSDN kini dapat meningkatkan penjualannya. Selain itu kontinuitas permintaan dari MASA juga turut mendorong angka penjualan PSDN. Disisi lain, investasi yang dilakukan MASA dengan mengakuisisi PSDN dapat menjamin kepastian pasokan dan harga bahan baku.

Dari sisi keuangan, sinergi merger dapat terlihat dari *value of the firm* MASA pasca merger yang lebih besar dibandingkan apabila MASA dan PSDN berdiri sendiri sebagai entitas bisnis yang terpisah. Sinergi ini muncul dari adanya tambahan nilai *Free Cash Flow to the Firm* (FCFF) akibat adanya penyesuaian pada akun persediaan. Dalam prosedur konsolidasi, karet olahan PSDN yang dijual kepada MASA belum terjual ke pihak luar, maka penjualan *intercompany* ini akan mempengaruhi akun persediaan MASA dan akun laba ditahan PSDN. Oleh karena itu, penyesuaian dari transaksi ini harus dilakukan.

Penyesuaian ini mengakibatkan berkurangnya nilai persediaan MASA pada proyeksi keuangan. Berkurangnya nilai persediaan ini turut mengurangi modal kerja yang menjadi faktor pengurang dalam perhitungan FCFF. Dengan demikian, apabila modal kerja berkurang maka FCFF yang menjadi faktor dalam valuasi akan semakin besar sehingga nilai perusahaan akan semakin besar.

Berdasarkan hasil analisis pada bab sebelumnya, diketahui bahwa nilai wajar dari PSDN adalah sebesar Rp 101 milyar atau Rp 70 per lembar saham. Dengan demikian untuk mengakuisisi 51% kepemilikan MASA harus mempersiapkan dana sebesar Rp 51,5 milyar. Dari perhitungan pada bab sebelumnya juga diketahui bahwa nilai MASA adalah sebesar Rp 1,36 triliun, sementara itu nilai MASA setelah merger adalah sebesar Rp 1,70 triliun.

Maka dapat disimpulkan bahwa nilai sinergi dari merger tersebut adalah sebesar:

$$\begin{aligned} \text{Sinergi} &= \text{Rp } 1.697.719 \text{ juta} - (\text{Rp } 100.912 \text{ juta} + \text{Rp } 1.356.751 \text{ juta}) \\ &= \text{Rp } 240.056 \text{ juta} \end{aligned}$$

Singkat kata, sinergi dari penggabungan usaha tersebut dapat memberikan nilai tambah bagi pemegang saham kedua perusahaan.

## 5.2 Saran

Saran yang dapat diberikan dari hasil penelitian ini adalah sebagai berikut:

- Saat yang tepat bagi MASA untuk mengakuisisi PSDN adalah pada saat pasar modal dalam kondisi konsolidasi atau *bearish* dimana harga-harga saham berada pada level yang lebih rendah. Hal ini untuk mengantisipasi:
  - Peraturan Badan Pengawas Pasar Modal (Bapepam) mengenai penawaran tender (*tender offer*), mengingat PSDN merupakan perusahaan terbuka yang sahamnya tercatat di Bursa Efek Indonesia. Menurut peraturan tersebut, pengambil-alihan saham melebihi 20% porsi kepemilikan harus melalui mekanisme penawaran tender (*tender offer*). Harga minimum untuk *tender offer* tersebut adalah: harga penawaran tertinggi selama 180 hari terakhir; atau harga transaksi tertinggi 90 hari terakhir, mana dari kedua harga tersebut yang merupakan harga tertinggi.
  - Ekspektasi yang terlalu tinggi dari pemegang saham PSDN. Ekspektasi yang terlalu tinggi ini dapat terjadi mengingat rata-rata PBV emiten-emiten perkebunan yang memiliki lahan karet per September 2008 mencapai 2,3 kali nilai buku (*PBV – Price to Book Value*), sementara menurut analisis bahwa harga wajar dari PSDN adalah pada harga Rp 70 per lembar saham, dimana harga ini hanya 1,2 kali PBV.
- Untuk mengantisipasi turunnya permintaan akibat perubahan perekonomian, MASA sebaiknya tetap mempertahankan *off-take agreements* terutama yang jangka panjang walaupun dengan margin yang lebih kecil. Hal ini dilakukan agar MASA tidak mengalami pasokan karet yang berlebihan apabila permintaan ban domestik mendadak turun.

## DAFTAR PUSTAKA

- Damodaran, Aswath, *Investment Valuation*, 2<sup>nd</sup> edition. New York: John Wiley & Sons, 2002.
- Damodaran, Aswath. *Presentation Material - Discounted Cash Flow Valuation: The Inputs*.
- Gaughan, Patrick A., *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring*, Canada: John Wiley & Sons, 1999.
- Merchant Kenneth A., Robert N. Anthony, David F. Hawkins, *Accounting: Text & Cases*, 12<sup>th</sup> Edition, New York: McGraw-Hill, 2007.
- Ross, A. Stephen, Randolph W. Westerfield, Jeffrey Jaffe, *Corporate Finance*, 7<sup>th</sup> edition, McGraw Hill, 2005.
- Schweser Study Program – CFA Study Notes level 1, *Corporate Finance, Portfolio Management, Markets, and Equity*, Kaplan Professional, 2004.
- Schweser Study Program – CFA Study Notes level 2, *Ethics, Quantitative Methods & Financial Statement Analysis*, Kaplan Professional, 2002.
- Short, Daniel G., Patricia A. Libby, Robert Libby, *Financial Accounting*, 4<sup>th</sup> Edition, New York: McGraw-Hill, 2004.
- Suta, I Putu Gede Ary (1996, November 4). Aspek Hukum Merger dan Akuisisi Bagi Perusahaan yang 'Go Publik'. *Media Indonesia*, hal. 9
- Weston, J. Fred, Mark L. Mitchell, J. Harold Mulherin, *Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance*, 4<sup>th</sup> edition, New Jersey: Pearson Education, Inc., 2004.