

**ESTIMASI NILAI WAJAR SAHAM PT BANK ROYAL INDONESIA
DALAM RANGKA KEPUTUSAN AKUISISI
OLEH PT BANK CENTRAL ASIA TBK TAHUN 2019**

Tesis

Untuk Memenuhi Sebagian Persyaratan Mencapai Derajat Sarjana S2
Program Studi Magister Ekonomika Pembangunan



Oleh:

Sumarno

18/436726/PEK/24240

**PROGRAM STUDI MAGISTER EKONOMIKA PEMBANGUNAN
FAKULTAS EKONOMIKA DAN BISNIS
UNIVERSITAS GADJAH MADA
YOGYAKARTA
2020**

Tesis

**ESTIMASI NILAI WAJAR SAHAM PT BANK ROYAL INDONESIA
DALAM RANGKA KEPUTUSAN AKUISISI
OLEH PT BANK CENTRAL ASIA TBK TAHUN 2019**

Dipersiapkan dan disusun oleh

Sumarno
18/436726/PEK/24240

Pada tanggal 20 Mei 2020

Susunan Dewan Penguji

Pembimbing Utama

Anggota Dewan Penguji

I Wayan Nuka Lantara, M.Si., Ph.D.

Prof. Eduardus Tandelilin, M.B.A., Ph.D.

Wakhid S. Ciptono, M.B.A., M.P.M., Ph.D.

Tesis ini telah diterima sebagai salah satu persyaratan untuk memperoleh gelar
Sarjana S2

Tanggal.....

Dr. Dumairy, M.A.
Ketua Program Studi Magister Ekonomika Pembangunan
Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Gadjah Mada



Pernyataan Keaslian Karya Tulis Tesis

Dengan ini saya menyatakan bahwa tesis saya yang berjudul:

**ESTIMASI NILAI WAJAR SAHAM PT BANK ROYAL INDONESIA
DALAM RANGKA KEPUTUSAN AKUISISI
OLEH PT BANK CENTRAL ASIA TBK TAHUN 2019**

tidak pernah diajukan untuk memperoleh gelar kesarjanaan di suatu perguruan tinggi lain dan tidak terdapat keseluruhan atau sebagian tulisan orang lain yang saya akui seolah-olah sebagai tulisan saya sendiri tanpa memberikan pengakuan pada penulis aslinya. Apabila di kemudian hari saya terbukti melakukan tindakan menyalin atau meniru tulisan orang lain seolah-olah hasil pemikiran saya sendiri, gelar dan ijazah yang telah diberikan oleh universitas batal saya terima.

Yogyakarta, 20 Mei 2020
Yang memberi pernyataan,

Sumarno

Kata Pengantar

Puji syukur penulis panjatkan kehadiran Allah SWT atas segala rahmat dan KaruniaNya, sehingga penulis dapat menyelesaikan tesis yang berjudul “Estimasi Nilai Wajar Saham PT Bank Royal Indonesia Dalam Rangka Keputusan Akuisisi oleh PT Bank Central Asia Tbk. Tahun 2019” dapat diselesaikan dengan baik dan tepat waktu. Tesis ini merupakan sebagian syarat wajib yang harus dipenuhi dalam rangka mencapai derajat kesarjanaaan S2 di Program Studi Magister Ekonomika Pembangunan, Fakultas Ekonomika dan Bisnis, Universitas Gadjah Mada.

Penulis menyadari dalam proses penyusunan tesis ini tidak terlepas dari berbagai kendala. Kendala tersebut dapat teratasi berkat bantuan, dukungan, bimbingan dan saran dari berbagai pihak. Untuk itu, penulis menyampaikan rasa terima kasih yang sebesar-besarnya kepada mereka berikut ini.

1. Bapak I Wayan Nuka Lantara, M.Si., Ph.D. dosen pembimbing yang selama proses penyusunan tesis ini telah memberikan komentar, kritik, saran, masukan, dan koreksi dengan penuh perhatian sejak awal proposal hingga selesainya tesis ini. Penulis menyadari bahwa itu semua membutuhkan pengorbanan baik dalam tenaga, waktu dan pikiran.
2. Bapak Wakhid Slamet Ciptono, M.B.A., M.P.M., Ph.D. moderator Seminar Strategi Riset dan Sekretaris Program Studi Bidang Umum, SDM, dan Keuangan MEP FEB UGM yang telah memberikan kesempatan, saran, masukan dan arahannya selama penulisan tesis.

3. Bapak Dr. Dumairy, M.A. Ketua Pengelola Program Studi MEP FEB UGM yang telah memberikan kesempatan kepada penulis untuk menyelesaikan pendidikan pada program studi Magister Ekonomika Pembangunan.
4. Prof. Eduardus Tandelilin, M.B.A., Ph.D., Dewan Penguji yang telah memberikan kritikan dan saran yang membangun untuk memperbaiki kualitas tesis ini.
5. Bapak Wakhid Slamet Ciptono, M.B.A., M.P.M., Ph.D., Dewan Penguji yang telah memberikan kritikan dan saran yang membangun untuk memperbaiki kualitas tesis ini.
6. Seluruh dosen Program Studi Magister Ekonomika Pembangunan Universitas Gadjah Mada yang telah memberikan ilmu pengetahuan dan pengalaman selama proses perkuliahan.
7. Istriku tercinta, Supriyanah, S.E., M.M. yang memberikan motivasi, semangat, dukungan yang luar biasa baik saat penulis menempuh studi maupun dalam proses penyusunan sampai dengan penyelesaian tesis ini.
8. Segenap karyawan/ti Program Studi Magister Ekonomika Pembangunan FEB Universitas Gadjah Mada yang telah memberikan banyak informasi demi kelancaran perkuliahan dan selalu membantu serta mempermudah mahasiswa dalam urusan akademik.
9. Teman teman di MEP FEB UGM konsentrasi Manajemen Aset dan Penilaian Bisnis, Aryono, Farah, Fakhruddin, Grace, Haryo, Henri, Karina, Nanda, Said, Siswadi, Suhada, Yulius, yang terus menyemangati sehingga penulis dapat menyelesaikan tesis ini.

10. Keluarga besarku tercinta, saudara seperjuangan MEP FEB UGM kelas paruh waktu angkatan 15 dan kelas regular angkatan 61 serta keluarga besar FEB MEP UGM 2019/2020 atas kebersamaan, semangat, dukungan, dan doanya.
11. Semua pihak yang telah membantu penulis dalam menyelesaikan penulisan tesis ini yang tidak dapat penulis disebutkan satu persatu.

Akhir kata, semoga atas dukungan dan bantuan yang diberikan mendapat balasan yang setimpal dari Allah SWT, Tuhan Yang Maha Esa.

Penulis menyadari bahwa tesis ini masih terdapat banyak kekurangan sehingga diharapkan kritik dan saran yang sifatnya membangun demi kesempurnaan karya tulis ini. Akhir kata terbetik harapan bahwa sesuatu yang kecil ini semoga dapat memberikan manfaat dan nilai tambah bagi kita semua.

Yogyakarta, 20 Mei 2020
Penulis,

Sumarno

Daftar Isi

Halaman Judul.....	i
Halaman Pengesahan	ii
Pernyataan Keaslian Karya Tulis	iii
Kata Pengantar	iv
Daftar Isi.....	vii
Daftar Tabel	ix
Daftar Gambar.....	xi
Daftar Lampiran	xii
Intisari	xiv
<i>Abstract</i>	xv
BAB I PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang Masalah	1
1.2 Rumusan Masalah.....	6
1.3 Pertanyaan Penelitian.....	9
1.4 Tujuan Penelitian	9
1.5 Motivasi Penelitian	9
1.6 Manfaat Penelitian	10
1.7 Kontribusi Penelitian	10
1.8 Ruang Lingkup dan Batasan Penelitian	11
1.9 Keaslian Penelitian	12
1.10 Sistematika Penulisan	17
BAB II LANDASAN TEORI DAN TINJAUAN PUSTAKA	19
2.1 Landasan Teori	19
2.1.1 Akuisisi	19
2.1.2 Nilai wajar	22
2.1.3 Nilai wajar berdasarkan PSAK	23
2.1.4 Nilai wajar tanpa pasar aktif	25
2.1.5 Keunggulan dan kelemahan nilai wajar.....	26
2.1.6 Pengertian dan pemahaman nilai	27
2.1.7 Nilai intrinsik	28
2.2 Tinjauan Pustaka.....	29

BAB III METODE PENELITIAN.....	36
3.1 Desain Penelitian	36
3.2 Definisi Operasional Variabel	36
3.3 Populasi dan Sampel.....	37
3.4 Instrumen Penelitian	37
3.5 Teknik Pengumpulan Data	38
3.6 Teknik Analisis Data	38
3.6.1 FCFE (<i>Free Cash Flow to Equity</i>).....	38
3.6.2 <i>Relative valuation</i>	45
3.6.3 Rekonsiliasi nilai	47
BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN.....	49
4.1 Akuisisi Bank Royal	49
4.2 Laporan Keuangan Bank Royal Sebelum Akuisisi.....	50
4.3 Asumsi Penilaian	53
4.4 <i>Free Cash Flow to Equity Model</i>	57
4.4.1 Menentukan periode proyeksi.....	57
4.4.2 Estimasi tingkat pertumbuhan	58
4.4.3 Proyeksi laporan keuangan	59
4.4.4 Memproyeksi FCFE.....	67
4.4.5 Melakukan estimasi <i>cost of equity</i>	69
4.4.6 Menentukan <i>terminal value</i>	69
4.4.7 Melakukan estimasi nilai ekuitas.....	70
4.5 Metode <i>Relative Valuation</i>	72
4.5.1 <i>Price to Book Value</i> (PBV).....	73
4.5.2 Mengestimasi nilai wajar ekuitas.....	73
4.6 Rekonsiliasi Nilai.....	74
4.6.1 Rekonsiliasi nilai dengan skenario pesimis	75
4.6.2 Rekonsiliasi nilai dengan skenario moderat	76
4.6.3 Rekonsiliasi nilai dengan skenario optimis	76
BAB V SIMPULAN	78
5.1 Simpulan	78
5.2 Keterbatasan Penelitian	78
5.3 Implikasi	79
5.3.1 Implikasi praktis	79
5.3.2 Rekomendasi.....	79
Daftar Pustaka	80

Daftar Tabel

1.1	Ringkasan penelitian terdahulu.....	12
4.1	Struktur kepemilikan saham proforma.....	49
4.2	Laporan posisi keuangan konsolidasian (dalam ribuan rupiah).....	50
4.3	Laporan laba rugi dan penghasilan komprehensif lain konsolidasian (dalam ribuan rupiah).....	52
4.4	Asumsi penilaian.....	53
4.5	Perhitungan beta.....	54
4.6	Perhitungan biaya modal (<i>cost of equity</i>).....	55
4.7	Perhitungan pertumbuhan pendapatan Bank Royal periode 2014-2018 (dalam ribuan rupiah)	56
4.8	Pertumbuhan konstan	57
4.9	Skenario pertumbuhan	59
4.10	Proyeksi laba rugi skenario pesimis (dalam jutaan).....	60
4.11	Proyeksi laba rugi skenario moderat (dalam jutaan).....	61
4.12	Proyeksi laba rugi skenario optimis (dalam jutaan).....	61
4.13	Proyeksi posisi keuangan skenario pesimis (dalam jutaan)	62
4.14	Laporan posisi keuangan skenario moderat (dalam jutaan).....	64
4.15	Laporan posisi keuangan skenario optimis (dalam jutaan).....	65
4.16	Proyeksi FCFE dengan skenario pesimis (jutaan)	68
4.17	Proyeksi FCFE dengan skenario moderat (dalam jutaan).....	68
4.18	Proyeksi FCFE dengan skenario optimis (dalam jutaan).....	69
4.19	Perhitungan <i>terminal value</i> dengan tiga skenario	70
4.20	Estimasi nilai ekuitas skenario pesimis (dalam jutaan).....	71

4.21	Estimasi nilai ekuitas skenario moderat (dalam jutaan).....	71
4.22	Estimasi nilai ekuitas skenario optimis (dalam jutaan).....	72
4.23	Ringkasan hasil estimasi nilai ekuitas Bank Royal dengan tiga skenario....	72
4.24	Perhitungan PBV perusahaan pembanding	73
4.25	Estimasi nilai wajar ekuitas Bank Royal.....	74
4.26	Pembobotan rekonsiliasi nilai wajar Bank Royal	75
4.27	Rekonsiliasi indikasi nilai wajar Bank Royal skenario pesimis.....	75
4.28	Rekonsiliasi indikasi nilai wajar Bank Royal skenario moderat.....	76
4.29	Rekonsiliasi indikasi nilai wajar Bank Royal skenario optimis.....	76

Daftar Gambar

2.1	Klasifikasi akuisisi	20
-----	----------------------------	----

Daftar Lampiran

1.	Laporan Posisi Keuangan Bank Royal Tahun 2014-2018.....	82
2.	Laporan Laba Rugi Komprehensif Konsolidasian Bank Royal Tahun 2014-2018.....	85
3.	Estimasi Tingkat Pertumbuhan dengan Tiga Skenario.....	87
4.	Proyeksi Laporan Laba Rugi Bank Royal dengan Skenario Pesimis.....	88
5.	Proyeksi Laporan Laba Rugi Bank Royal dengan Skenario Moderat....	89
6.	Proyeksi Laporan Laba Rugi Bank Royal dengan Skenario Optimis.....	90
7.	Proyeksi Laporan Posisi Keuangan Bank dengan Royal Skenario Pesimis.....	91
8.	Proyeksi Laporan Posisi Keuangan Bank dengan Royal Skenario Moderat.....	93
9.	Proyeksi Laporan Posisi Keuangan Bank dengan Skenario Optimis....	95
10.	Estimasi Proyeksi <i>Free Cash Flow to Equity</i> dengan Skenario Pesimis	97
11.	Estimasi Proyeksi <i>Free Cash Flow to Equity</i> dengan Skenario Moderat	99
12.	Estimasi Proyeksi <i>Free Cash Flow to Equity</i> dengan Skenario Optimis.....	101
13.	Perhitungan Beta (β)	103
14.	Perhitungan <i>Cost of Equity</i>	104
15.	Estimasi <i>Terminal Value</i> dengan Skenario Pesimis, Moderat dan Optimis	105
16.	Hasil Estimasi Nilai Wajar Saham Bank Royal dengan Metode <i>Free Cash Flow to Equity</i> dengan Skenario Pesimis	106

17.	Hasil Estimasi Nilai Wajar Saham Bank Royal dengan Metode <i>Free Cash Flow to Equity</i> dengan Skenario Moderat	107
18.	Hasil Estimasi Nilai Wajar Saham Bank Royal dengan Metode <i>Free Cash Flow to Equity</i> dengan Skenario Optimis	108
19.	Ringkasan Hasil Estimasi Nilai Wajar Saham Bank Royal dengan <i>Free CashFlow to Equity</i> dengan Skenario Pesimis, Moderat dan Pesimis	109
20.	Perhitungan PBV Perusahaan Pembanding	110
21.	Estimasi Nilai Wajar Saham Bank Royal dengan PBV	110
22.	Rekonsiliasi Estimasi Nilai Wajar Saham Bank Royal Skenario Pesimis.....	111
23.	Rekonsiliasi Estimasi Nilai Wajar Saham Bank Royal Skenario Moderat.....	111
24.	Rekonsiliasi Estimasi Nilai Wajar Saham Bank Royal Skenario Optimis	111
25.	Surat Utang Negara Jangka Waktu 10 Tahun.....	112
26.	Pefindo <i>Beta Stock</i>	113
27.	<i>Estimating Country Risk Premiums</i>	124

Intisari

Penelitian ini bertujuan untuk mengestimasi nilai wajar saham PT Bank Royal Indonesia dalam rangka keputusan akuisisi oleh PT Bank Central Asia Tbk. tahun 2019. Dalam penelitian ini, estimasi nilai wajar menggunakan pendekatan pendapatan berdasarkan metode *Free Cash Flow to Equity* (FCFE) dengan skenario pesimis, moderat, optimis dan pendekatan *relative valuation* dengan metode *Price to Book Value* (PBV).

Hasil penelitian menggunakan metode FCFE dengan skenario pesimis Rp119,699,060,589, skenario moderat Rp329,153,910,089, skenario optimis Rp1,102,130,625,844, menggunakan PBV hasilnya adalah Rp709,143,629,779. Hasil penelitian tersebut diberikan bobot 60% untuk metode FCFE dan 40% untuk metode PBV. Hasil rekonsiliasi dengan skenario pesimis Rp355,476,888,265, skenario moderat Rp481,149,797,965 skenario optimis Rp944,935,827,418. Hasil tersebut menghasilkan rentang nilai wajar Rp355,476,888,265 sampai dengan Rp944,935,827,418. Hasil rentang nilai wajar tersebut lebih kecil dari nilai akuisisinya sebesar Rp1.007.000.000.000, dapat disimpulkan bahwa akuisisi tersebut *overvalued*.

Kata kunci: Nilai Wajar, *Free Cash Flow to Equity*, *Relative Valuation* dan *Price to Book Value*

Abstract

This study aims to estimate the fair value of PT Bank Royal Indonesia shares in the context of the acquisition decision by PT Bank Central Asia Tbk. in 2019. In this study, the estimation of fair value using the opinion approach based on the Free Cash Flow to Equity (FCFE) method with a pessimistic, moderate, optimistic scenario and a relative valuation approach using the price to book (PBV) method.

The results of this study using FCFE with a pessimistic scenario of IDR119,699,060,589, a moderate scenario of IDR329,153,910,089, an optimistic scenario of IDR1,102,130,625,844, using PBV the result is IDR709,143,629,779. The results of the study were given 60% weight for the FCFE method and 40% for the PBV method. The reconciliation results with the pessimist scenario IDR355,476,888,265, moderate scenario IDR481,149,797,965, optimistic scenario IDR944,935,827,418. These results produce a range of fair value of IDR355,476,888,265 to IDR944,935,827,418. The resulting fair value range is smaller than the acquisition value of IDR1,007.000.000.000, it can be concluded that the acquisition is overvalued.

Keywords: Fair Value, Free Cash Flow to Equity, Relative Valuation and Price to Book Value

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Pengambilalihan (*takeover*) perusahaan adalah istilah umum yang mengacu pada transfer kendali suatu perusahaan dari satu kelompok investor (pemegang saham) kepada kelompok investor lainnya (Hanafi 2017, 661). Salah satu bentuk pengambilalihan perusahaan adalah dengan cara akuisisi. Akuisisi merupakan salah satu strategi yang dapat ditempuh perusahaan dalam menghadapi lingkungan global yang kian kompetitif. Akuisisi memungkinkan perusahaan untuk mengambil alih perusahaan lain. Meskipun demikian, strategi untuk keputusan akuisisi bukanlah proses yang sederhana. Keberhasilan keputusan strategi akuisisi memerlukan pertimbangan banyak faktor.

Penilaian memainkan peran sentral dalam analisis akuisisi. Perusahaan yang menawarkan atau individu harus menentukan nilai yang adil untuk perusahaan target sebelum melakukan penawaran, dan perusahaan target harus menentukan nilai yang wajar sebelum memutuskan menerima atau menolak penawaran tersebut (Damodaran 2012, 8). Proses penilaian nilai wajar saham perusahaan menjadi semakin penting bila kedua perusahaan merupakan perusahaan terbuka yang kepemilikan sahamnya berada pada masyarakat.

Analisis laporan keuangan merupakan alat analisis dan teknik analitik terhadap laporan keuangan secara umum bertujuan mengolah data untuk memperoleh estimasi dan kesimpulan yang berguna dalam bisnis bisnis. Analisis laporan keuangan mengurangi ketergantungan pada firasat, tebakan, dan intuisi untuk

pengambilan keputusan bisnis. Analisis ini tidak mengurangi kebutuhan akan penilaian atau pertimbangan ahli, tetapi sebaliknya memberikan dasar yang sistematis dan efektif untuk analisis bisnis (Subramanyam 2017, 4). Realitas dalam bisnis dapat merubah waktu kapan arus kas diterima dan jumlahnya yang akan datang harus tercermin (terungkap) dalam laporan keuangan perusahaan. Faktual tersebut memunculkan laporan keuangan dengan basis nilai wajar (*fair value*) yang dapat memastikan bahwa informasi dalam laporan keuangan akan bermanfaat, relevan dan terpercaya.

Secara umum, nilai wajar adalah estimasi nilai ekonomi saat ini suatu aset atau kewajiban (liabilitas). Jika terdapat pasar untuk aset tersebut, nilai wajarnya adalah nilai pasar terkini dari aset tersebut (Subramanyam 2017, 81-82). Konsep atau istilah nilai wajar menurut PSAK (Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan) dimaknai sebagai sejumlah tertentu yang digunakan dalam pengukuran aset yang dapat ditukarkan melalui sistem transaksi yang wajar (*arm's length transaction*) dimana pihak yang memiliki keinginan dan memiliki pengetahuan dilibatkan.

Nilai wajar adalah nilai pasar untuk beberapa kasus, meskipun demikian bisa memiliki perbedaan untuk kasus-kasus lainnya. Namun, jika dibandingkan dengan nilai pasar, maka konsep nilai wajar memiliki arti yang lebih luas. Penentuan tertinggi dan terbaik yang digunakan HBU (*Highest and Best Used*) pada properti memiliki sifat yang fundamental dalam menilai yang dapat menghasilkan opini nilai pasar (*MV/Market Value*) yang menjadi salah satu dasar dalam penilaian yang membentuk nilai wajar.

Terdapat fenomena menarik terkait nilai wajar saham perusahaan. Pada tahun 2019 PT Bank Centra Asial Tbk. (BCA) mengakuisisi PT Bank Royal Indonesia (Bank Royal) yang dianggap sebagai langkah strategis BCA. Pada keputusan tersebut, BCA bersama BCA Finance telah melakukan akuisisi 100% saham milik Bank Royal sejumlah 2.872.000 lembar saham senilai Rp1.007.000.000.000, keterbukaan informasi ini disampaikan dalam situs resmi BCA (<https://www.bca.co.id/~media/Files/Report/RUPS/2019>). Laporan keuangan tahun 2018 *audited* yang dipublikasikan diketahui Bank Royal memiliki total ekuitas sebesar Rp334.501.712.160. Hal ini berarti BCA telah melakukan akuisisi Bank Royal melalui pembelian premium seharga 3,01 nilai buku Bank Royal. Dalam jangka panjang setelah proses akuisisi Bank Royal akan dikembangkan produk dan layanannya dengan berbasis digital di bidang penyaluran kredit, penghimpunan dana, dan layanan transaksi yang didukung oleh pembangunan infrastruktur teknologi informasi.

Berdasarkan hal tersebut, maka diperlukan dilakukan penelitian ilmiah untuk mengkonfirmasi apakah dalam akuisisi tersebut dalam kondisi *overvalued* atau *undervalued* atau sudah dalam keseimbangan nilai wajarnya. Akuisisi tersebut didasarkan kepada nilai wajar atau dasar nilai lain, seperti nilai investasi atau nilai khusus yang digunakan BCA untuk mengakuisisi Bank Royal, dikarenakan BCA memperoleh manfaat khusus dari aset yang diakuisisi serta aset tersebut akan memberikan keuntungan spesifik bagi BCA, namun tidak bagi pembeli atau pengakuisisi lain di pasar.

Penelitian-penelitian terkait valuasi nilai wajar saham perusahaan telah banyak dilakukan, baik di dalam dan di luar negeri. Studi Aggelopoulos (2017) menggunakan *The Equity Cash Flow Valuation Model* (ECF) dan RI (*The Residual Income Valuation Method*) untuk melakukan penilaian bank. Studi DiGabriele dan Riley (2018) menggunakan tiga pendekatan yaitu *asset approach*, *income approach* dan *market approach/relative valuation* untuk menilai perusahaan Scratchpad, studi Rady *et al.* (2019) menggunakan WACC (*Wighted Average Cost of Capital*) dari Bloomberg untuk menentukan tingkat diskonto dalam melakukan penilaian terhadap 736 Perusahaan yang terdaftar di (MENA) *Middle East and North Africa*, Gardner, McGowan, dan Moeller (2012) menggunakan penggabungan penilaian ekuitas, pertumbuhan super normal, diperlukan tingkat pengembalian ekuitas, dan pertumbuhan berkelanjutan untuk menentukan nilai pasar Coca-Cola Corporation. Studi Prochazka (2011) juga melakukan pengukuran nilai wajar terhadap laporan keuangan. Penelitian Aydin (2017) yang menyatakan bahwa metode DCF (*Discounted Cash Flow*) menentukan nilai kinerja di masa mendatang, daripada nilai yang ditunjukkan saat ini dan masa lalu, serta yang membantu menemukan metode penentuan nilai yang lebih akurat dan realistis dalam proses merger.

Hutapea *et al.* (2015) dalam mengukur *intrinsic value* saham PT Adaro Energy Tbk menemukan bahwa telah terjadi *undervalued* dalam penilaian nilai wajar saham PT. Adaro Energy Tbk. dengan pendekatan *Free Cash Flow to Firm* (FCFF). Astuti (2013) juga melakukan kajian harga wajar saham PT Kimia Farma dan PT Indofarma menjelang akuisisi. Penelitian tersebut menemukan bahwa dengan menggunakan tiga metode, yaitu *Free Cash Flow to Equity* (FCFE), *relative*

valuation dan *gordon growth model* menghasilkan nilai wajar saham yang *undervalued* apabila dibandingkan dengan nilai pasarnya pada tanggal 31 Desember 2012 yaitu sebesar Rp720 untuk PT Kimia Farma (Persero) Tbk dan *overvalued* untuk PT Indofarma (Persero) Tbk, di mana harga pasarnya Rp315.

Cahyadi (2014) melakukan penilaian harga wajar saham Bank ABC dengan metode transaksi sebelumnya atau pembandingan pasar dari pendekatan pasar menghasilkan nilai pasar wajar sebesar 1,69x dari PBV Bank ABC. Zainal (2015) juga melakukan perhitungan nilai wajar harga saham PT Indosat dengan pendekatan CAPM (*Capital Assets Pricing Model*), FCFE, *relative valuation*, dan *gordon growth model* menunjukkan bahwa telah terjadi *overvalued* dalam penilaian saham PT Indosat. Sheane (2018) dalam studinya juga telah melakukan pengukuran nilai wajar saham PT Ciputra Development Tbk. Studi tersebut menunjukkan bahwa perhitungan nilai wajar saham PT Ciputra Development Tbk dengan menggunakan metode metode FCFF menunjukkan *overvalued*. Namun, dengan metode metode *price earning ratio* adalah *undervalued*.

Berdasarkan penelitian terdahulu yang disebutkan diatas menunjukkan bahwa penelitian terkait perhitungan nilai wajar saham telah banyak dilakukan. Menurut Sukendar (2012) perhitungan nilai wajar (*fair value*) saat ini dianggap memiliki keunggulan dibandingkan dengan nilai buku (*historical cost*). Konsep tersebut diberlakukan secara luas diseluruh dunia terhadap organisasi usaha yang ingin tumbuh dan berkembang menjadi perusahaan global, publik atau multinasional harus siap untuk menerapkan konsep nilai wajar dalam akuntansinya

1.2 Rumusan Masalah

Wibisana (2009) mengungkapkan bahwa terdapat tiga keunggulan yang terkandung dalam nilai wajar, yaitu laporan keuangan memiliki relevansi yang lebih baik sebagai dasar dalam pengambilan keputusan, meningkatkan keterbandingan laporan keuangan dan informasi yang terkandung dalam laporan keuangan memiliki kedekatan yang lebih baik dengan keinginan pengguna laporan keuangan (presisi). Dengan kelebihan atau keunggulan tersebut, nilai wajar memiliki kemampuan yang lebih baik untuk menduga kemampuan laba/rugi perusahaan.

Meskipun demikian, terdapat beberapa *issue* yang mengiringi penggunaan nilai wajar. Pertama, apabila nilai pasar aset saat ini untuk penggunaan alternatifnya melampaui nilai pasar untuk penggunaan yang ada, terdapat perbedaan mengenai pengungkapan dari fakta ini. Apakah harus dicatatkan di dalam neraca atau cukup dimuat di dalam catatan penjelasan? Kedua, dalam penilaian properti khusus yang tidak memiliki pasar, semula digunakan dasar penilaian biaya pengganti terdepresiasi/*Depreciated Replacement Cost* (DRC) yang kemudian digantikan oleh nilai dalam penggunaan (*value in use*). Ketiga, apabila aset dalam suatu kelompok aset (*asset class*) direvaluasi, maka seluruh aset dalam kelompok aset tersebut harus direvaluasi dan harus selalu di-*update* berdasarkan nilai saat ini pada setiap tanggal pelaporan keuangan. Keempat, apabila model revaluasi diadopsi, tidak dimungkinkan adanya opsi untuk kembali kepada model biaya di masa depan. Kelima, persyaratan mengenai pengungkapan tambahan dalam model biaya, dalam hal biaya historikal berbeda secara signifikan dengan nilai saat ini.

Wibisana (2009) juga memberikan catatan bagi penerapan *fair value* ini. sebagai contoh, untuk penentuan apakah suatu pasar itu aktif atau tidak aktif adalah persoalan krusial dan tidak mudah. Selain itu, pasar mungkin aktif untuk instrumen tertentu, dan tidak aktif untuk instrumen lainnya, dan ini juga tergolong hal yang sulit. Catatan yang lain adalah keberadaan *willing sellers* dan *willing buyers* kadang tidak cukup untuk menjustifikasi apakah suatu pasar terbilang aktif dan harga yang terbentuk dalam *forced transaction*, *forced liquidation*, atau *distressed sales* mungkin tidak mencerminkan nilai wajar yang sebenarnya.

Bagi investor berinvestasi di pasar modal, khususnya saham memiliki risiko yang cukup tinggi mengingat karakteristik yang dimiliki oleh instrumen keuangan tersebut yaitu *high risk high return*, sehingga para investor harus memiliki tingkat ketelitian yang baik saat akan mengambil langkah untuk melakukan investasi. Saham dapat memberikan investor keuntungan, namun bisa juga memberikan kerugian, karena harga saham yang sangat mudah berubah. Oleh sebab itu, sebelum memutuskan untuk berinvestasi pada suatu saham, investor sebaiknya melakukan analisis valuasi saham terlebih dahulu untuk mengetahui *intrinsic value*.

Direktur Utama Bank BBKA Jahja Setiaatmadja dalam Paparan Hasil Kinerja Semester I 2019 Bank BCA hari Rabu, 24 Juli 2019 menyatakan BCA berencana menjadikan Bank Royal sebagai anak usaha di bidang *digital banking*. Bank Royal nantinya akan lebih banyak menyalurkan kredit ke Usaha Kecil Menengah (UKM) atau *supply chain*. Jahja menjabarkan *digital banking* Bank Royal akan berbeda dengan *digital banking* yang dimiliki Bank BCA saat ini. Jika *digital banking* BCA lebih banyak kepada sistem pembayaran untuk efisiensi

processing, digital banking Bank Royal akan bermain di kredit digital. Keberadaan kredit *digital* di Bank Royal dikatakan Jahja berbeda dengan layanan penyaluran kredit oleh perusahaan teknologi finansial (*fintech*) *peer-to-peer (P2P) lending*. Bedanya, *fintech P2P Lending* tidak memiliki *data base*, walaupun ada tidak diketahui sumber *data basenya* (<https://www.cnbcindonesia.com/> 2019).

Kebijakan BCA mengakuisisi Bank Royal dalam jangka pendek dan panjang akan difokuskan untuk membangun fondasi yang kuat terutama kualitas sumber daya manusia, sistem dan teknologi terkini serta sinergi dengan grup BCA guna dengan melakukan pengembangan proses bisnis dan operasional secara berkesinambungan agar strategi bisnis jangka pendek dan panjang dapat terlaksana dengan baik yang pada akhirnya akan membantu pencapaian Visi Bank di masa yang akan datang. Dengan menjadi bagian dari Grup BCA tentu akan mendapat dukungan dalam pengembangan penyaluran kredit, layanan transaksi yang beragam dan posisi likuiditas yang memadai, pengalaman keahlian dari BCA, dukungan modal yang kuat, dukungan teknologi informasi yang serba digital dan dukungan sumber daya manusia yang berkualitas.

Berkaitan dengan fenomena akuisisi Bank Royal oleh BCA, maka penelitian tentang estimasi nilai wajar saham Bank Royal dalam rangka keputusan akuisisi oleh BCA tahun 2019 menjadi masalah yang menarik untuk diteliti, dikarenakan akuisisi Bank Royal oleh BCA dengan nilai setara 3,01 kali PBV Bank Royal mengindikasikan adanya *overvalued* atas akuisisi tersebut. Akuisisi yang dilakukan apakah mempergunakan nilai wajar yang mencerminkan kondisi pasar atau mempergunakan nilai selain nilai wajar seperti nilai investasi atau nilai khusus

dengan asumsi pengakuisisi akan memperoleh manfaat dari aset yang diakuisisi, dan aset tersebut akan memberikan keuntungan spesifik bagi pengakuisisi, namun tidak bagi pembeli atau pengakuisisi lain di pasar.

1.3 Pertanyaan Penelitian

Berdasarkan permasalahan penelitian yang telah dirumuskan di atas, maka dikembangkan pertanyaan penelitian berikut ini.

1. Berapakah estimasi nilai wajar saham Bank Royal terkait keputusan akuisisi oleh BCA dengan menggunakan metode *free cash flow to equity*?
2. Berapakah estimasi nilai wajar saham Bank Royal terkait keputusan akuisisi oleh BCA dengan menggunakan metode *relative valuation*?

1.4 Tujuan Penelitian

Berdasarkan pertanyaan penelitian di atas, maka tujuan yang hendak dicapai dalam studi ini adalah sebagai berikut.

1. Menentukan estimasi nilai wajar saham Bank Royal terkait keputusan akuisisi oleh BCA dengan menggunakan metode *free cash flow to equity*.
2. Menentukan estimasi nilai wajar saham Bank Royal terkait keputusan akuisisi oleh BCA dengan menggunakan metode *relative valuation*.

1.5 Motivasi Penelitian

Seandainya penelitian ini tidak dilakukan, maka tidak akan diketahui berapa nilai wajar saham Bank Royal saat diakuisisi oleh BCA tahun 2019 dalam keadaan *overvalued* atau *undervalued*, atau berada dalam keseimbangan terhadap nilai wajarnya. Jika terjadi *overvalued*, kemungkinan yang terjadi adalah kerugian yang

akan diterima oleh BCA atau investor, atau mempunyai maksud dan tujuan lain sehingga dasar nilainya berbeda dan sebaliknya apabila nilai wajar saham tersebut *undervalued*, maka perusahaan atau Bank Royal akan kehilangan potensi penerimaan yang optimal atas akuisisi tersebut atau mengalami kerugian. Oleh sebab tersebut, penelitian ini penting dilakukan sehingga di saat atau waktu yang lain bila melakukan akuisisi, apakah investor, perusahaan atau pemegang saham bisa menggunakan penelitian ini sebagai bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan dalam rangka akuisisi.

1.6 Manfaat Penelitian

Hasil Penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat bagi perkembangan ilmu pengetahuan, serta menjadi referensi bagi investor dalam rangka keputusan akuisisi saham khususnya saham perusahaan yang bergerak dalam industri perbankan. Dengan nilai wajar yang adil baik bagi perusahaan, pemegang saham dan investor, akan meningkatkan minat investor melakukan akuisisi saham perusahaan, transaksi atas akuisis tersebut pada gilirannya dapat meningkatkan penerimaan negara, menggerakkan ekonomi, yang pada akhirnya berkontribusi terhadap pembangunan yang berkelanjutan demi kesejahteraan masyarakat Indonesia secara keseluruhan.

1.7 Kontribusi Penelitian

Hasil penelitian ini secara praktis bisa digunakan sebagai sebuah informasi atau bahan yang dapat dipertimbangkan dalam pengambilan keputusan di dalam menentukan harga saham yang akan ditawarkan atau dibeli dalam rangka akuisi,

dengan nilai saham yang wajar untuk perusahaan yang mempunyai karakter dan jenis yang identik atau hampir mendekati sama. Penelitian ini secara teoritis dapat memberikan sumbangan bagi ilmu pengetahuan yaitu bukti empiris atas penggunaan teori penilaian terhadap kewajaran terhadap nilai saham suatu perusahaan yang bergerak dalam bidang perbankan, dan hal ini dapat menjadi rujukan bagi penelitian selanjutnya. Bagi pemangku kebijakan atau regulator yang membidani perbankan maupun pasar modal, penelitian yang dihasilkan ini dapat memberikan informasi tambahan dalam rangka membuat kebijakan atau aturan yang dapat melindungi emiten saat menentukan nilai wajar saham dalam rangka akuisisi.

1.8 Ruang Lingkup dan Batasan Penelitian

Dalam penelitian ini ruang lingkup dan batasan penelitian, adalah sebagai berikut Data keseluruhan yang digunakan merupakan data sekunder, yang telah dipublikasikan oleh objek penelitian maupun instansi terkait yang tidak memerlukan verifikasi terhadap keabsahannya.

1. Dalam penelitian ini menggunakan data laporan keuangan tahunan yang telah dipublikasikan untuk laporan keuangan tahunan *audited* tahun 2014 sampai tahun 2018.
2. Hasil estimasi valuasi nilai wajar saham dalam penelitian ini tidak dapat digunakan untuk kepentingan lain selain kepentingan sebagaimana sesuai dengan dilakukannya tujuan penelitian ini.

1.9 Keaslian Penelitian

Penelitian mengenai estimasi nilai wajar saham Bank Royal dalam rangka keputusan akuisisi oleh BCA tahun 2019 dengan metode FCFE, *relative valuation* belum pernah dilakukan penelitian sebelumnya, tetapi penelitian terdahulu yang berkaitan nilai wajar saham banyak dilakukan oleh peneliti terdahulu, tersaji dalam

Tabel 1.1

Tabel 1.1 Ringkasan penelitian terdahulu

Peneliti dan Judul Penelitian	Pendekatan/ Metodologi Penelitian	Kesimpulan Hasil Penelitian
Eleftherios Aggelopoulos (2017) <i>Understanding Bank Valuation: An Application of the Equity Cash Flow and the Residual Income Approach in Bank Financial Accounting Statements</i>	1. <i>The Equity Cash Flow Valuation Model (ECF)</i> 2. <i>The Residual Income Valuation Method (RI)</i>	<ul style="list-style-type: none"> - ECF dihitung berdasarkan FCFE selama periode analitis, kemudian didiskontokan menjadi nilai kini, dengan cara: <ul style="list-style-type: none"> 1. $ECF = (FCFE + Depreciation - Net Increase in Loans - Net Increase in Securities and Investments - Net Increase in Amounts due from Banks - Net Capital Expenditure + Net Increase in Deposits + Net Increase in Interbank Funds) \times Discount rate$ 2. Menentukan <i>terminal value</i> akhir periode analitis+1 (n+1) dan didiskontokan dengan biaya modal, untuk mendapatkan nilai kini - <i>Residual Income (RI)</i> dihitung dengan cara: <ul style="list-style-type: none"> 1. RI untuk selama periode analitis dihitung. RI adalah perbedaan antara laba operasi setelah pajak dan biaya ekuitas modal yang digunakan; 2. nilai <i>terminal value</i> diestimasi dengan membagi sisa pendapatan tahun setelah periode analitis dengan biaya ekuitas; 3. RI didiskontokan untuk memperoleh nilai kini.

Peneliti dan Judul Penelitian	Pendekatan/ Metodologi Penelitian	Kesimpulan Hasil Penelitian
		Nilai diperoleh dari menjumlahkan (<i>Nett Present Value of RI+ Present Value of Value RI + Present Value of Terminal Value</i>)
James A. DiGabriele dan Richard A. Riley, Jr (2018) <i>Scratchpad: A Private Company Business Valuation Case</i>	1. <i>Asset approach</i> 2. <i>Income approach</i> , dan 3. <i>Market approach (relative valuation)</i>	<ul style="list-style-type: none"> - Pendekatan Aset menghasilkan nilai dengan menjumlahkan nilai total aset dikurangi total utang, dengan mengabaikan potensi pendapatan di masa depan. - Pendekatan pendapatan dengan mendiskontokan FCFE selama periode analitis, ditambah dengan <i>present value</i> dari terminal - Pendekatan Pasar menghasilkan nilai dengan rerata $\frac{\text{Annual Revenue}}{\text{Sales Price}}$ dari perusahaan pembanding <p>Melakukan rekonsiliasi untuk menentukan nilai akhir, hanya menggunakan pendekatan pendapatan dan pendekatan pasar, di mana pembobotan lebih tinggi pendekatan pendapatan, yang dianggap sebagai pendekatan utama yang besarannya pembobotan dalam prakteknya berdasarkan pengalaman dan pelatihan dari penilainya.</p>
Alaa Rady , Hakim Meshreki , Ayman Ismail and Laura Nunez (2018) <i>Variations in Valuation Methodologies and the Cost of Capital: Evidence from MENA Countries</i>	Menggunakan WACC (<i>Wighted Average Cost of Capital</i>) dari Bloomberg untuk menentukan tingkat diskonto	Dua variabel (COD dan COE) yang memengaruhi. Analisis regresi yang dilakukan menunjukkan bahwa COE mewakili faktor tertinggi. COD dihitung oleh praktisi berbeda secara signifikan dari COD dari Damodaran L-CAPM dan Damodaran I-CAPM, tetapi tidak jauh berbeda dari perhitungan Bloomberg. Tiga variabel yang memengaruhi perhitungan COE oleh praktisi adalah RFR, ERP, dan beta. Analisis regresi menunjukkan bahwa RFR paling memengaruhi COE, diikuti oleh ERP dan lalu versi beta. RFR yang dihitung berbeda secara signifikan dari RFR dari Bloomberg dan Damodaran

Peneliti dan Judul Penelitian	Pendekatan/ Metodologi Penelitian	Kesimpulan Hasil Penelitian
		I-CAPM, tetapi tidak jauh berbeda dari Damodaran L-CAPM. Beta yang dihitung tidak berbeda secara signifikan dari beta dari tiga database lain, menunjukkan bahwa dapat menggunakan beta diterbitkan oleh Damodaran atau bloomberg.
Gardner, Mc Gowan & Moeller (2012) <i>Valuing Coca-Cola Using The Free Cash Flow To Equity Valuation Model</i>	Menggunakan metode <i>Free Cash Flow to Equity</i> (FCFE)	Menggabungkan konsep penilaian ekuitas, pertumbuhan super normal, diperlukan tingkat pengembalian ekuitas, dan pertumbuhan berkelanjutan untuk menentukan nilai pasar Coca Cola Corporation. Nilai ekuitas suatu perusahaan didefinisikan sebagai nilai sekarang dari semua arus kas masa depan dari perusahaan ke pemegang saham. Nilai perusahaan adalah FCFE dibagi dengan jumlah tingkat pengembalian yang diperlukan untuk ekuitas dikurangi tingkat pertumbuhan pendapatan perusahaan. FCFE didefinisikan sebagai laba bersih dikurangi pengeluaran modal bersih dikurangi perubahan modal kerja bersih ditambah perubahan bersih dalam pembiayaan utang jangka panjang. Tingkat pengembalian yang diperlukan untuk ekuitas dihitung menggunakan CAPM menggunakan tingkat pengembalian bulanan lima tahun relatif terhadap indeks S & P500. Pertumbuhan berkelanjutan untuk periode pertumbuhan super normal dihitung dengan model <i>DuPont</i> yang diperluas. Tingkat pertumbuhan jangka panjang diasumsikan sama dengan tingkat pertumbuhan ekonomi menghasikan nilai Coca Cola sebesar \$161 miliar dari nilai pasar sebenarnya adalah \$150 miliar
Prochazka, David (2011) <i>The Role of Fair Value</i>	Menggunakan metode <i>Economics Value Added</i> (EVA)	Saat menerapkan pelaporan keuangan standar, semua pihak yang berkepentingan (pembuat standar, pembuat dan pengguna) harus sadar bahwa pengu

Peneliti dan Judul Penelitian	Pendekatan/ Metodologi Penelitian	Kesimpulan Hasil Penelitian
<i>Measurement In The Recent Financial Crunch</i>		kuran dalam akuntansi sebagian besar digantikan oleh sifatnya. Peneliti tidak bisa untuk mendefinisikan seperangkat prinsip yang kuat untuk pengukuran, yang akan memastikan sempurna (absolut) potret realitas ekonomi dalam laporan keuangan. Pengukuran dalam pelaporan keuangan selalu sesuai dengan paradigma ekonomi masa kini dan, karenanya, dapat berubah. Namun, fluktuasi ekonomi kinerja dalam paradigma tunggal (misal krisis kredit terkini) tidak dapat menjadi alasan penghapusan prinsip-prinsip yang berlaku (misal akuntansi nilai wajar).
Aydin, Nurhan (2017) <i>Mergers and Acquisitions: A Review of Valuation Methods</i>	Menggunakan metode <i>balance-sheet-based-methods</i> : - <i>Book value</i> - <i>Adjusted book value</i> - <i>Replacement- cost value</i> - <i>Liquidation value</i> 1. <i>Income statement & market-based-methods</i> : - <i>Market price</i> - <i>Earnings/price ratio</i> - <i>Price/sales ratio</i> 2. <i>Discounted Cash Flow Method</i> - <i>Determining the Free Cash Flows (FCF)</i>	Penilaian adalah salah satu faktor terpenting dalam keberhasilan dan pemeliharaan M&A (<i>Mergers and Acquisitions</i>) yang sukses. Studi ini telah memeriksa berbagai metode penilaian dan berfokus pada kelemahan dan kelebihanannya. Fokus utama studi ini adalah penilaian dengan metode DCF yang menentukan nilai kinerja yang ditunjukkan di masa mendatang, daripada nilai yang ditunjukkan saat ini dan masa lalu, dan yang membantu menemukan metode penentuan nilai yang lebih akurat dan realistis. Perhitungan yang akurat dan tepat dalam sinergi M&A memiliki peran kunci dalam penentuan nilai yang tepat. Ada banyak kasus di mana merger mengakibatkan harapan yang sangat optimis terjadi kegagalan sebagai akibat merger yang tidak terwujud.
Hutapea, Poernomoputri dan Sihombing (2010)	Menggunakan metode <i>Free Cash Flow to Firm (FCFF)</i>	Nilai intrinsik saham PT Adaro Energy Tbk pada tanggal 6 Juli 2012 dengan menggunakan metode FCFF adalah sebesar Rp1.866 Sedangkan harga saham (MV) pada tanggal 6 Juli 2012

Peneliti dan Judul Penelitian	Pendekatan/ Metodologi Penelitian	Kesimpulan Hasil Penelitian
Analisis Valuasi Nilai Wajar Saham PT. Adaro Energy Tbk Menggunakan Metode <i>Free- Cash Flow to Firm</i> (FCFF)		adalah sebesar Rp1.570 Jika dibanding kan antara nilai intrinsik dan MV, dapat dikatakan bahwa saham PT Adaro masih <i>undervalued</i> (nilai saham lebih rendah jika dibandingkan dengan nilai intrinsiknya).
Astuti, Lestari Puji (2013) Penilaian Harga Wajar Saham PT Kimia Farma (Persero) Tbk. dan PT. Indofarma (Persero) Tbk. Menjelang Akuisisi	Menggunakan metode: 1. <i>Free Cash Flow to Equity (FCFE)</i> 2. <i>Relative valuation</i> 3. <i>Gordon growth model</i>	<ul style="list-style-type: none"> - FCFE, <i>relative valuation</i> dan <i>gordon growth model</i>, untuk PT Kimia Farma (Persero) Tbk. hasil nilai saham yang paling tinggi adalah dengan menggunakan metode <i>relative valuation</i> setelah itu dengan metode FCFE dan yang terkecil perhitungan dengan <i>gordon growth model</i>. - Hasil perhitungan nilai saham PT Indofarma (persero) Tbk yang paling tinggi adalah dengan Metode <i>relative valuation</i> setelah itu dengan <i>gordon growth model</i> dan yang terkecil menggunakan metode FCFE. - Harga wajar saham per 31 Desember 2012 adalah untuk PT Kimia Farma (Persero) Tbk. sebesar Rp 693 dan untuk PT Indofarma (Persero) Tbk sebesar Rp404. Nilai wajar saham tersebut di atas mempunyai rentang nilai untuk batas atas dan batas bawahnya yaitu untuk PT Kimia Farma (Persero) Tbk. dengan batas atas sebesar Rp745 dan batas bawahnya sebesar Rp641 dan untuk PT Indofarma (Persero) Tbk. dengan batas atas sebesar Rp434 dan batas bawahnya sebesar Rp374. Nilai wajar saham yang diperoleh dari hasil perhitungan dengan menggunakan 3 (tiga) metode menghasilkan nilai wajar saham yang

Peneliti dan Judul Penelitian	Pendekatan/ Metodologi Penelitian	Kesimpulan Hasil Penelitian
		<i>undervalued</i> apabila dibandingkan dengan nilai pasarnya pada tanggal 31 Desember 2012 yaitu sebesar Rp720 untuk PT Kimia Farma (Persero) Tbk. Dan <i>overvalued</i> untuk PT Indofarma (Persero) Tbk, di mana harga pasarnya Rp315.
Hadi, Cahyadi (2014) Penilaian Harga Wajar Saham pada Bank ABC Dengan Menggunakan Pendekatan Pasar (Metode Perusahaan Pembanding dan Metode Transaksi Sebelumnya)	Menggunakan metode pendekatan pasar dengan <i>Price Book Value</i> (PBV)	Dari berbagai pendekatan penilaian yang ada, tidak dapat dikatakan bahwa satu metode selalu lebih baik daripada metode yang lain. Penerapan sebuah metode akan sangat tergantung pada situasi dan kondisi dari objek yang akan dinilai yang terpenting dalam sebuah penilaian adalah metode yang dipilih harus memiliki tingkat objektivitas yang tinggi sehingga dapat menghasilkan suatu nilai perusahaan yang benar-benar wajar. Dalam konteks jual beli perusahaan, hasil penilaian yang diperoleh adalah sebuah nilai yang dapat diterima oleh perusahaan yang membeli dan yang menjual. Berdasarkan hasil studi yang dilakukan, perhitungan dengan menggunakan kedua metode yaitu metode transaksi sebelumnya atau metode pembanding pasar dari pendekatan pasar menghasilkan nilai pasar wajar sebesar 1,69x dari PBV Bank ABC.

1.10 Sistematika Penulisan

Sistematika penulisan ini terdiri dari 5 Bab. Bab I yang merupakan pendahuluan terdiri dari latar belakang masalah, rumusan masalah, tujuan penelitian, motivasi penelitian, manfaat penelitian, kontribusi penelitian, ruang lingkup dan batasan penelitian, keaslian penelitian dan sistematika penulisan. Bab II landasan teori dan tinjauan pustaka, yang terdiri dari landasan teori dan tinjauan pustaka.

Bab III menjelaskan metode penelitian, yang terdiri dari desain penelitian, definisi operasional variabel, populasi dan sampel, instrumen penelitian, teknik pengumpulan data dan teknik analisis data. Bab IV tentang hasil penelitian dan pembahasan yang terdiri dari deskripsi data dan pembahasan/diskusi. Bab V adalah kesimpulan yang terdiri dari simpulan, keterbatasan dan implikasi yang merupakan jawaban atas permasalahan sebagaimana diungkapkan dalam Bab I.

BAB II

LANDASAN TEORI DAN TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Landasan Teori

2.1.1 Akuisisi

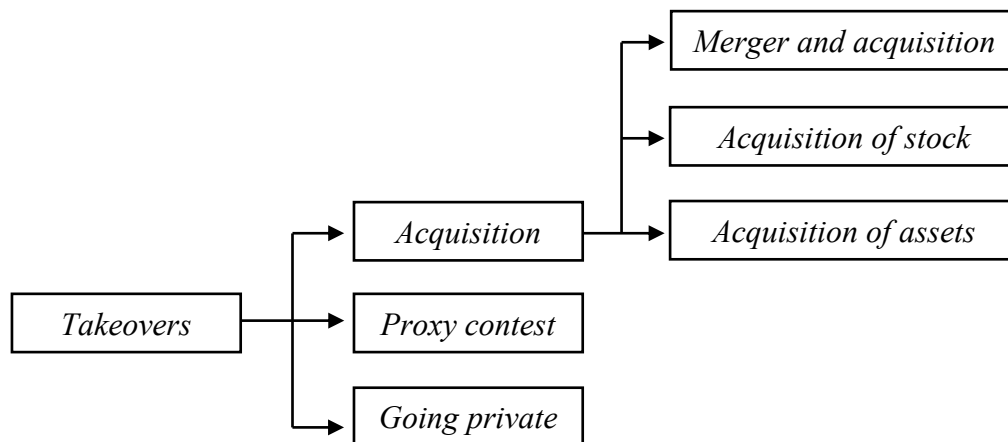
Salah satu bentuk kegiatan ekonomi yang dilakukan oleh pengusaha adalah akuisisi. Akuisisi merupakan cara mengembangkan perusahaan yang sudah ada atau menyelamatkan perusahaan yang sedang mengalami kekurangan atau kesulitan modal. Ikatan Akuntansi Indonesia (IAI) (2004) mendefinisikan pengertian akuisisi sebagai berikut.

“Akuisisi (*acquisition*) adalah suatu penggabungan usaha dimana salah satu perusahaan, yaitu pengakuisisi (*acquiree*) memperoleh kendali atas aktiva neto dan operasi perusahaan yang diakuisisi (*acquiree*), dengan memberikan aktiva tertentu, mengakui suatu kewajiban, atau mengeluarkan saham”.

Menurut Peraturan Pemerintah Republik Indonesia Nomor 27 Tahun 1998 Tentang Penggabungan, Peleburan dan Pengambilalihan Perseroan Terbatas dalam Pasal 1 angka 3 mendefinisikan akuisisi sebagai berikut.

“Pengambilalihan adalah perbuatan hukum yang dilakukan oleh badan hukum atau orang perseorangan untuk mengambil alih baik seluruh atau sebagian besar saham perseorangan yang dapat mengakibatkan beralihnya pengendalian terhadap perseroan tersebut”.

Menurut Ross, Westerfield, dan Jaffe (2016, 819) klasifikasi akuisisi dapat dapat dijelaskan dalam Gambar 2.1



Gambar 2.1 Klasifikasi akuisisi

Klasifikasi akuisisi dapat dijelaskan sebagai berikut.

1. Pengambilalihan (*takeovers*) adalah istilah umum untuk pengalihan pengendalian aset atau saham sebuah perusahaan oleh suatu kelompok pemegang saham terhadap sekelompok pemegang saham lain, baik merger atau akuisisi adalah salah satu bentuk *takeover*. Perusahaan atau kelompok pemegang saham yang berinisiatif untuk mengambilalih disebut *bidder* dan perusahaan atau kelompok pemegang saham yang akan dijadikan objek pengambilalihan dinamakan *target*.
2. *Merger*
Merupakan pengabungan dua atau lebih perusahaan yang kemudian hanya ada satu perusahaan yang tetap hidup sebagai badan hukum, sementara yang lainnya menghentikan aktivitasnya atau bubar.

3. Konsolidasi (*consolidation*)

Konsolidasi sama dengan *merger*, kecuali setelah konsolidasi muncul perusahaan baru. Dalam konsolidasi, baik perusahaan pengakuisisi dan perusahaan target menghapuskan keberadaan legal mereka sebelumnya dan bersama menjadi bagian dari sebuah perusahaan yang bergabung dilikuidasi.

4. *Proxy contest*

Merupakan teknik yang digunakan oleh perusahaan yang akan mengakuisisi untuk berusaha merebut kendali atas perusahaan target. Pengakuisisi mencoba meyakinkan para pemegang saham dari perusahaan target, bahwa manajemen perusahaan yang sekarang perlu diberhentikan dan diganti dengan susunan direksi yang diinginkan oleh pengakuisisi. Bila pemegang saham melalui *proxy votes* menyetujinya, maka perusahaan pengakuisisi mendapat kendali atas perusahaan target tanpa harus membayar harga *premium* untuk perusahaan.

5. *Going private*

Pengambilalihan perusahaan publik oleh sekelompok kecil investor dan selanjutnya menarik saham-saham yang beredar di pasar untuk tidak lagi diperjual belikan. Biasanya kelompok investor ini terdiri dari pemilik saham perusahaan pengakuisisi dan beberapa investor lainnya.

6. Akuisisi saham (*acquisition of stock*)

Dilakukan dengan membeli mayoritas saham secara kas, dengan lembaran saham atau surat berharga lainnya. Ini diawali oleh penawaran khusus dari manajemen sebuah perusahaan kepada perusahaan lain, yang dapat dilakukan dengan *tender offer*. *Tender offer* merupakan penawaran umum untuk membeli lembaran saham perusahaan target. Ini dilakukan langsung kepada pemegang saham perusahaan target melalui pengumuman di surat kabar dan iklan.

7. Akuisisi aset (*acquisition of assets*)

Dilakukan dengan membeli seluruh aset perusahaan yang akan diakuisisi. Ketersediaan pemegang saham perusahaan target untuk menjual seluruh aset sangat dibutuhkan.

2.1.2 Nilai wajar

Menurut Epstein (2010), nilai wajar didefinisikan sebagai, “*the amount for which an asset could be exchanged between knowledgeable, willing parties in an arm’s length transaction.*” Nilai wajar dinilai sebagai konsep yang paling sesuai dan relevan untuk penyusunan laporan keuangan sebuah perusahaan atau entitas bisnis sebab bisa menggambarkan nilai pasar yang sebenarnya terjadi. Nilai wajar ini digunakan untuk mengukur: satu aset, sekelompok aset, satu liabilitas, sekelompok liabilitas, konsiderasi bersih dari satu atau lebih aset dikurangi satu atau lebih liabilitas terkait, satu segmen atau divisi dari sebuah entitas, satu lokasi atau wilayah dari suatu entitas, satu keseluruhan entitas.

Dewan Standar Keuangan Internasional IFRS (*International Financial Reporting Standards*) telah memberikan *statement*, bahwa nilai wajar merupakan satu-satunya konsep yang relevan dalam dunia bisnis. Adapun pendapat Dewan Standar Keuangan International IFRS dalam Epstein (2010) adalah: (1) akuntansi nilai wajar dapat meningkatkan transparansi atas informasi yang disampaikan kepada publik; (2) informasi nilai wajar adalah informasi utama dalam keadaan ekonomi saat ini; dan (3) dengan nilai wajar, akan memberikan informasi yang lebih kini pada kreditor dan investor.

2.1.3 Nilai wajar berdasarkan PSAK

Saat ini nilai wajar dianggap sebagai konsep yang paling sesuai dan relevan untuk penyusunan laporan keuangan sebuah perusahaan atau entitas bisnis sebab bisa menggambarkan nilai pasar yang sebenarnya terjadi pada saat itu yang dimaksud dengan pengukuran di atas bukan merupakan pengukuran awal. Untuk pengukuran awal (saat aset diakuisisi atau liabilitas muncul), entitas tetap menggunakan dasar nilai buku atau harga perolehan pada saat terjadinya transaksi. Setelah pengukuran awal (biasa disebut sebagai pengukuran setelah pengukuran awal), yaitu saat pelaporan keuangan (dan untuk pelaporan seterusnya, selama aset masih dikuasai), entitas boleh memilih model *cost* (berdasar *historical cost*) atau model revaluasi (berdasar nilai wajar) untuk mengukur pos-pos laporan keuangannya. Dari definisinya, dapat disimpulkan bahwa nilai wajar diukur menggunakan dasar ketika aset (atau liabilitas) dapat ditukar, bukan ketika aset (liabilitas) benar-benar ditukar. Saat ini dari seluruh PSAK (Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan) yang berlaku

di Indonesia terdapat 12 PSAK yang melibatkan nilai wajar, yaitu PSAK No. 10, 13, 16, 22, 23, 24, 30, 48, 50, 55, 58 dan 60.

Menurut PSAK No. 10 (revisi 2010) tentang pengaruh perubahan kurs valuta asing, nilai wajar di definisikan sebagai istilah yang dipakai untuk mempertukarkan aset atau menyelesaikan liabilitas antara pihak-pihak yang berkeinginan dalam suatu transaksi wajar. Dalam PSAK 13 (revisi 2008), tentang properti investasi, nilai wajar adalah harga mana properti dipertukarkan antara pihak-pihak yang memiliki pengetahuan memadai dan berkeinginan dalam suatu transaksi yang wajar (*arm's length transaction*). Acuan terbaik nilai wajar yang digunakan adalah berdasarkan harga kini dalam pasar aktif untuk properti serupa dalam lokasi dan kondisi serupa. Namun, harga ini belum tentu tersedia karena pasar aktif properti belum tentu tersedia.

Dalam kondisi tidak tersedianya harga di pasar aktif, maka entitas dapat menentukan nilai wajar dengan mempertimbangkan informasi dari berbagai sumber, diantaranya: (1) harga kini dalam pasar aktif untuk properti serupa di lokasi yang berbeda, kemudian disesuaikan untuk perbedaan lokasi tersebut; (2) harga terakhir properti serupa dalam pasar yang kurang aktif dengan penyesuaian untuk mencerminkan adanya perubahan dalam kondisi ekonomi sejak tanggal transaksi terjadi pada harga tersebut; (3) nilai estimasi arus kas masa depan (metode DCF) menggunakan tingkat diskonto yang mencerminkan risiko atas ketidak pastian dalam jumlah dan waktu arus kas.

2.1.4 Nilai wajar tanpa pasar aktif

Masalah mendasar dengan penggunaan nilai wajar atau nilai sekarang untuk instrument keuangan khususnya adalah adalah sulitnya menentukan konsep nilai sekarang yang tepat untuk menilai suatu aset (nilai di mana suatu aset dapat dipertukarkan) dan liabilitas (suatu kewajiban dapat diselesaikan antara pihak yang memahami dan berkeinginan untuk melakukan transaksi wajar).

Menurut IAI keberadaan suatu pasar yang tidak aktif, antara lain, diindikasikan oleh beberapa faktor seperti: (1) peningkatan yang signifikan selisih *ask price* dan *bid price*; (2) pihak yang melakukan *bidding* jumlahnya terlalu kecil; (3) adanya volatilitas harga pasar yang signifikan; (4) jumlah efek yang ditransaksikan relatif kecil dibandingkan dengan jumlah efek yang beredar; dan (5) penurunan signifikan atas volume dan level aktifitas perdagangan.

Disebutkan dalam IAI bahwa ketika pasar tidak aktif, maka entitas menggunakan teknik penilaian yang mencerminkan harga pasar kini. Oleh karena itu, harga transaksi instrumen keuangan yang sama atau serupa harus dipertimbangkan, jika harga transaksi kini kemungkinan besar mencerminkan kondisi pasar kini. Harga transaksi yang semacam itu harus dipertimbangkan, tetapi tidak secara otomatis dapat disimpulkan bahwa setiap harga transaksi bersifat determinatif atas nilai wajar. Jika harga transaksi semacam itu digunakan, maka diperlukan penyesuaian yang signifikan berdasarkan data yang tidak dapat diobservasi.

Penentuan nilai wajar tergantung pada fakta dan keadaan dan memerlukan pertimbangan signifikan. Terlepas dari teknik penilaian yang digunakan, entitas

harus memasukkan penyesuaian risiko yang sesuai yang pelaku pasar akan lakukan, misalnya untuk kredit dan likuiditas. Ketika mengukur nilai wajar dengan menggunakan teknik penilaian, maka entitas memilih model penilaian yang paling relevan untuk digunakan, membuat asumsi-asumsi yang diperlukan dan menilai keandalan yang dapat digunakan atas informasi harga yang tersedia untuk maksud estimasi harga dimana transaksi yang wajar terjadi antarpelaku pasar pada tanggal pengukuran. Terlepas dari teknik penilaian yang digunakan, entitas memasukkan penyesuaian risiko yang sesuai dengan perilaku pelaku pasar.

2.1.5 Keunggulan dan kelemahan nilai wajar

Keunggulan menggunakan nilai wajar, yaitu memiliki sifat relevan, standar akuntansi nilai buku telah banyak kehilangan relevansinya karena kegagalannya mengukur realitas ekonomi. Hampir semua orang setuju bahwa peristiwa ekonomi, yaitu kejadian yang mengubah waktu kapan arus kas diterima dan jumlahnya yang akan datang harus tercermin (terungkap) dalam laporan keuangan lembaga. Akan tetapi, seringkali model nilai buku hanya mengukur transaksi sudah selesai dan gagal mengakui adanya perubahan nilai riil lain yang dapat terjadi. Kemudian, dapat diandalkan (*reliability*), masalah yang selalu ada yang tidak dapat dihindari adalah bahwa model akuntansi berdasarkan *historical cost* tidak mengakui adanya perubahan nilai bersifat ekonomis, dan cenderung membiarkan perusahaan memilih sendiri apakah dan kapan mengakui adanya perubahan tersebut. Ini mendorong adanya bias dalam pemilihan apa yang dilaporkan, dan memperburuk kompromi kenetralan dan dipercayainya informasi keuangan.

Nilai wajar memiliki laporan keuangan lebih transparan, nilai wajar berusaha meningkatkan penyediaan informasi yang lebih transparan bagi semua pihak. Selain itu, nilai wajar meningkatkan keterbandingan (*comparability*), dengan penerapan konsep nilai wajar disemua perusahaan di dunia, maka semua laporan keuangan memiliki keterbandingan yang sangat tinggi dan akan menghasilkan keputusan-keputusan usaha yang lebih mendasar. Kekurangan nilai wajar adalah nilai wajar berusaha menyediakan informasi yang transparan dengan menilai aset pada tingkat harga yang dihasilkan jika segera dilikuidasi-sehingga sangat sensitif terhadap pasar.

Selain itu, akuntansi *fair value* bekerja melalui akuntansi MTM (*Mark-to-Market*) yaitu aset dicantumkan pada harga pasar aset diperdagangkan secara terbuka. Menggunakan akuntansi MTM akan berakibat perubahan yang terus-menerus pada laporan keuangan perusahaan ketika nilai aset mengalami kenaikan dan penurunan serta laba dan rugi yang dicatat. Hal ini membuat semakin sulit untuk memastikan apakah laba dan rugi diakibatkan oleh keputusan bisnis yang dibuat manajemen atau oleh perubahan yang terjadi di pasar.

2.1.6 Pengertian dan pemahaman nilai

Definisi nilai menurut Kode Etik Penilai Indonesia (KEPI) dan Standar Penilaian Indonesia (SPI), Konsep dan Prinsip Umum Penilaian (KPUP) (2018: 4) adalah sebagai berikut.

“Nilai adalah suatu opini dari manfaat ekonomi atas kepemilikan aset, atau harga yang paling mungkin dibayarkan untuk suatu aset dalam pertukaran, sehingga nilai bukan merupakan fakta. Aset diartikan juga sebagai barang dan jasa.”

Nilai dalam pertukaran adalah suatu harga hipotesis, dimana hipotesis dari nilai diestimasi dan ditentukan oleh tujuan penilaian pada waktu tertentu. Nilai bagi pemilik adalah suatu estimasi dari manfaat yang akan diperoleh pihak tertentu atas suatu kepemilikan atau dikenal juga sebagai nilai dalam penggunaan. Berbeda dengan harga, nilai secara umum nilai lebih didasarkan kepada harapan atau ekspektasi dari pendapatan di masa yang akan datang, dibandingkan dengan keadaan masa lalu (historis) walaupun di dalam praktek penilaian, praktisi seringkali menggunakan kinerja masa lalu (historis) untuk mengestimasi nilai.

Nilai lebih didasarkan pada orientasi pada masa yang akan datang (transaksi hipotesis), berbeda halnya dengan harga yang merujuk pada fakta historis. KPUP (2018, 4) mendefinisikannya adalah:

“harga adalah sejumlah uang yang diminta atau dibayarkan untuk suatu aset. Karena kemampuan keuangan, motivasi atau kepentingan khusus dari pembeli atau penjual, harga yang dibayarkan mungkin berbeda dengan nilai dari aset tersebut berdasarkan anggapan pihak lain”

2.1.7 Nilai intrinsik

Nilai intrinsik merupakan konsep nilai yang cenderung abstrak karena merupakan estimasi dari nilai riil suatu saham yang merupakan representasi nilai dari suatu perusahaan. Konsep dari nilai intrinsik tidak hanya mencerminkan nilai dari suatu aset atau sekumpulan aset, tetapi lebih merupakan nilai perusahaan sebagai sebuah entitas bisnis yang memiliki kemampuan untuk memperoleh atau menghasilkan pendapatan di masa yang akan datang. Banyak definisi mengenai nilai intrinsik menurut Damodaran (2012, 12) nilai perusahaan yang diperkirakan oleh analis yang tidak hanya memperkirakan arus kas yang diharapkan untuk perusahaan

dengan benar, berdasarkan informasi yang tersedia pada saat itu, juga melakukan estimasi terhadap tingkat diskonto atas aliran arus kas tersebut.

Menurut Husnan (2015, 252-253) analisis saham bertujuan untuk menaksir nilai intrinsik suatu saham dan kemudian membandingkannya dengan harga pasar saat ini saham tersebut. Adapun rujukan yang digunakan adalah sebagai berikut.

1. Apabila nilai intrinsik $>$ harga pasar saat ini, maka saham tersebut dinilai *undervalued* sehingga saham tersebut layak dibeli.
2. Apabila nilai intrinsik $<$ harga pasar saat ini, maka saham tersebut dinilai *overvalued* sehingga tersebut layak jual.
3. Apabila nilai intrinsik = harga pasar saat ini, maka saham tersebut dinilai wajar harganya dan berada dalam kondisi keseimbangan.

2.2 Tinjauan Pustaka

Penelitian mengenai estimasi nilai wajar saham Bank Royal dalam rangka keputusan akuisisi oleh BCA tahun 2019 belum pernah dilakukan sebelumnya, namun penelitian yang berkaitan dengan estimasi nilai wajar saham sudah banyak dilakukan oleh peneliti-peneliti sebelumnya. Berbagai literatur terkait penilaian, ruang lingkup ulasan mengenai penilaian secara garis besar memuat pemaparan tentang pemahaman berbagai konsep nilai dan penilaian. Konsep penilaian didasarkan atas studi-studi yang berakar pada disiplin ilmu keuangan (*finance*), dengan berbagai metode penilaian.

Aggelopoulos (2017) melakukan penelitian tentang pemahaman dalam melakukan penilaian bank dengan metode *the equity cash flow* yang dihitung menggunakan FCFE selama periode analitis, didiskontokan dengan biaya modal

menjadi nilai kini, menentukan *terminal value* akhir periode analitis $n+1$, didiskontokan dengan biaya modal menjadi nilai kini, FCFE yang didiskontokan ditambah *terminal value* yang didiskontokan sama dengan nilai saham. Residual *income* adalah metode kedua yang digunakan untuk mengestimasi nilai saham bank, dengan cara *Residual Income* (RI) selama periode analitis dihitung, *equity* selama periode analitis dikalikan dengan biaya modal, hasil RI dikurangi perkalian antara ekuitas dan biaya modal, didiskontokan dengan biaya modal untuk memperoleh nilai kini. *Terminal Value* (TV) diestimasi dari sisa pendapatan $n+1$ selanjutnya didiskontokan dengan biaya modal untuk memperoleh nilai kini. Sisa pendapatan ditambah TV didiskontokan dengan biaya modal menjadi nilai saham.

DiGabriele dan Riley (2018) melakukan penelitian terhadap nilai saham Scratchpad dengan menggunakan 3 pendekatan, yaitu: (1) pendekatan aset, (2) pendekatan pendapatan dengan metode *free cash flow to equity*, (3) pendekatan pasar. Rekonsiliasi dilakukan untuk menentukan nilai akhir saham Scratchpad. Hanya pendekatan pendapatan dan pendekatan pasar yang digunakan dalam rekonsiliasi tersebut. Pembobotan lebih tinggi diberikan untuk pendekatan pendapatan, karena dianggap sebagai pendekatan utama, sedangkan di dalam praktek penilaian penentuan besaran pembobotan ditentukan oleh penilai berdasarkan pengalaman dan pelatihan yang dimilikinya.

Rady *et al.* (2019) menggunakan metodologi penilaian dan biaya modal di negara-negara MENA menggunakan WACC (*Wighted Average Cost of Capital*) dari Bloomberg untuk menentukan tingkat diskonto, dua variabel (COD dan COE) yang memengaruhi. Analisis regresi yang dilakukan menunjukkan bahwa COE mewakili

faktor tertinggi. COD dihitung oleh praktisi berbeda secara signifikan dari COD dari Damodaran L-CAPM dan Damodaran I-CAPM, tetapi tidak jauh berbeda dari perhitungan Bloomberg. Tiga variabel yang memengaruhi perhitungan COE oleh praktisi adalah RFR, ERP, dan beta. Analisis regresi menunjukkan bahwa RFR paling memengaruhi COE, diikuti oleh ERP dan lalu versi beta. RFR yang dihitung berbeda secara signifikan dari RFR dari Bloomberg dan Damodaran I-CAPM, tetapi tidak jauh berbeda dari Damodaran L-CAPM. Beta yang dihitung tidak berbeda secara signifikan dari beta dari 3 database lain, menunjukkan bahwa dapat menggunakan beta diterbitkan oleh Damodaran atau Bloomberg.

Gardner, McGowan, dan Moeller (2012) melakukan penilaian terhadap saham Coca-Cola menggunakan *free cash flow to equity* dengan menggabungkan konsep penilaian ekuitas pertumbuhan super normal diperlukan tingkat pengembalian ekuitas, dan pertumbuhan berkelanjutan menghasilkan nilai Coca-Cola sebesar \$161 miliar dari nilai pasar sebenarnya adalah \$150 miliar.

Procházká (2011) melakukan pengukuran nilai wajar dalam krisis keuangan menggunakan metode *Economics Value Added* (EVA), saat menerapkan pelaporan keuangan standar, semua pihak yang berkepentingan (pembuat standar, pembuat dan pengguna) harus sadar bahwa pengukuran dalam akuntansi sebagian besar digantikan oleh sifatnya. Peneliti tidak bisa untuk mendefinisikan seperangkat prinsip yang kuat untuk pengukuran, yang akan memastikan sempurna (absolut) potret realitas ekonomi dalam laporan keuangan. Pengukuran dalam pelaporan keuangan selalu sesuai dengan paradigma ekonomi masa kini, dan, karenanya dapat berubah. Namun, fluktuasi ekonomi kinerja dalam paradigma tunggal (misal

krisis kredit terkini) tidak dapat menjadi alasan penghapusan prinsip-prinsip yang berlaku (misal akuntansi nilai wajar).

Aydin (2017) melakukan tinjauan metode penilaian dalam merger dan akuisisi menggunakan metode *balance-sheet-based-methods*, *income statement & market-based- methods*, *discounted cash flow method* dengan *Free Cash Flows (FCF)*, menyatakan penilaian adalah salah satu faktor terpenting dalam keberhasilan dan pemeliharaan M&A (*Mergers and Acquisitions*) yang sukses. Studi ini telah memeriksa berbagai metode penilaian dan berfokus pada kelemahan dan kelebihanannya. Fokus utama studi ini adalah penilaian dengan metode DCF yang menentukan nilai kinerja yang ditunjukkan di masa mendatang, daripada nilai yang ditunjukkan saat ini dan masa lalu, dan yang membantu menemukan metode penentuan nilai yang lebih akurat dan realistis. Perhitungan yang akurat dan tepat dalam sinergi M&A memainkan peran kunci dalam penentuan nilai yang tepat. Ada banyak kasus di mana merger mengakibatkan harapan yang sangat optimis terjadi kegagalan sebagai akibat merger yang tidak terwujud.

Hutapea *et al.* (2015) melakukan penelitian mengenai nilai wajar saham PT Adaro Energy Tbk. menggunakan metode *Free Cash Flow to Firm (FCFF)*, menghasilkan nilai intrinsik sebesar Rp1.866. Hasil tersebut lebih kecil jika dibandingkan dengan *Market Value (MV)* pada tanggal 6 Juli 2012 sebesar Rp1.570. Hal ini mengindikasikan bahwa saham PT Adaro Energy Tbk. masih *undervalued* (nilai saham lebih rendah jika dibandingkan dengan nilai intrinsiknya).

Astuti (2013) melakukan penilaian harga wajar saham PT Kimia Farma (Persero) Tbk. dan PT. Indofarma (Persero) Tbk. menjelang Akuisisi dengan

metode *Free Cash Flow to Equity* (FCFE), *relative valuation* dan *gordon growth model*. FCFE, *relative valuation* dan *gordon growth model*, untuk PT Kimia Farma (Persero) Tbk. hasil nilai saham yang paling tinggi adalah dengan menggunakan metode *relative valuation* setelah itu dengan metode FCFE dan yang terkecil perhitungan dengan *gordon growth model*. Hasil perhitungan nilai saham PT Indofarma (persero) Tbk. yang paling tinggi adalah dengan metode *relative valuation* setelah itu dengan *gordon growth model* dan yang terkecil menggunakan metode FCFE. Harga wajar saham per 31 Desember 2012 adalah untuk PT Kimia Farma (Persero) Tbk. sebesar Rp693 dan untuk PT Indofarma (Persero) Tbk. sebesar Rp404. Nilai wajar saham tersebut di atas mempunyai rentang nilai untuk batas atas dan batas bawahnya yaitu untuk PT Kimia Farma (Persero) Tbk. dengan batas atas sebesar Rp745 dan batas bawahnya sebesar Rp641 dan untuk PT Indofarma (Persero) Tbk. dengan batas atas sebesar Rp434 dan batas bawahnya sebesar Rp374. Nilai wajar saham yang diperoleh dari hasil perhitungan dengan menggunakan 3 (tiga) metode menghasilkan nilai wajar saham yang *undervalued* apabila dibandingkan dengan nilai pasarnya pada tanggal 31 Desember 2012 yaitu sebesar Rp720 untuk PT Kimia Farma (Persero) Tbk. dan *overvalued* untuk PT Indofarma (Persero) Tbk., di mana harga pasarnya Rp315.

Cahyadi (2014) melakukan penilaian harga wajar saham pada Bank ABC dengan menggunakan pendekatan pasar (metode perusahaan pembanding dan metode transaksi sebelumnya) dengan metode *Price to Book Value* (PBV). Hasil studi yang telah dilakukan, perhitungan dengan menggunakan kedua metode yaitu

metode transaksi sebelumnya atau metode pembandingan pasar dari pendekatan pasar menghasilkan nilai pasar wajar sebesar 1,69x dari PBV Bank ABC.

Sukendar (2012) menggunakan penelitian literatur untuk membuat konsep nilai wajar (*fair value*) dalam standar akuntansi berbasis IFRS di Indonesia, menyimpulkan konsep nilai wajar (*fair value*) saat ini dianggap memiliki keunggulan dibandingkan dengan nilai buku (*historical cost*), merupakan konsep yang diberlakukan secara luas diseluruh dunia, suatu organisasi usaha yang ingin tumbuh dan berkembang menjadi perusahaan global, publik atau multinasional harus siap untuk menerapkan konsep nilai wajar dalam akuntansinya. Harmonisasi PSAK dengan IFRS untuk meningkatkan konsistensi dan daya banding serta keandalan laporan keuangan perlu dilakukan dengan cermat dan sungguh-sungguhnya khususnya dalam penentuan nilai wajar. Standar tunggal antara PSAK dengan IFRS tentang penentuan nilai wajar setidaknya memuat definisi dan metodologi tunggal serta petunjuk implementasi yang komprehensif dalam setiap situasi dan kasus yang berbeda.

Zainal (2015) menganalisis saham PT Indosat Tbk. terkait rencana *buy back* pemerintah dengan metode *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), *Free Cash Flow to Equity* (FCFE), *relative valuation* dan *devident growth model* (*gordon growth model*) menghasilkan harga wajar saham PT Indosat Tbk. pada 30 Juni 2014 dengan metode CAPM adalah Rp3.827 dengan metode FCFE adalah Rp2.391 dengan metode *relative valuation* adalah Rp5.656 dan dengan metode *gordon growth model* adalah Rp1.999. Hasil keempat metode tersebut direkonsiliasikan untuk mendapatkan harga acuan dalam memberikan rekomendasi pada suatu saham. Dari

hasil rekonsiliasi didapatkan nilainya adalah Rp3.396. Harga aktual saham Indosat pada 30 Juni 2014 adalah Rp3.685 sehingga saham ISAT terkategori *overvalued*.

Sheane (2018) melakukan penilaian nilai wajar saham PT Ciputra Development Tbk. dengan metode *discounted cash flow valuation*, *Free Cash Flow to Firm* (FCFF) dan *Price Earning Ratio* (PER) menghasilkan nilai wajar saham PT Ciputra Development Tbk. berdasarkan metode DCF to FCFF dan PER berkisar antara Rp1.092 hingga Rp1.262,4 per lembar. Harga saham PT Ciputra Development Tbk. menggunakan metode metode DCF to FCFF adalah *overvalued* (harga wajar saham < harga pasar), dan harga saham PT Ciputra Development Tbk. menggunakan metode metode PER adalah *undervalued* (harga wajar saham > harga pasar).

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Desain Penelitian

Jenis penelitian ini adalah penelitian deskriptif, menurut Arikunto (2010, 185) penelitian kasus adalah suatu penelitian yang dilakukan secara intensif, terinci dan mendalam suatu organisasi. Lebih lanjut disebutkan bahwa ditinjau dari wilayahnya, maka penelitian kasus hanya meliputi daerah atau subjek yang sempit, tetapi ditinjau dari sifat penelitian, penelitian kasus lebih mendalam. Penelitian ini merupakan penelitian kasus faktual terhadap satu objek penelitian yaitu Bank Royal yang telah diakuisisi oleh BCA tahun 2019.

3.2 Definisi Operasional Variabel

Adapun variabel dalam penelitian ini adalah sesuai dengan pendekatan *event study* dan penilaian harga saham. Penilaian nilai wajar saham dengan menggunakan metode FCFE dan *relative valuation*, sedangkan yang dimaksud akuisisi dan nilai wajar dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

1. Akuisisi (*acquisition*) adalah suatu pengabungan usaha, di mana salah satu perusahaan, yaitu pengakuisisi (*acquiree*) memperoleh kendali atas aktiva neto dan operasi perusahaan yang diakuisisi (*acquiree*), dengan memberikan aktiva tertentu, mengakui suatu kewajiban, atau mengeluarkan saham.

2. Nilai wajar adalah harga yang akan diterima dari penjualan aset atau dibayarkan untuk pengalihan liabilitas dalam transaksi yang teratur di antara pelaku pasar pada tanggal pengukuran (SPI 103 2018, 6).

3.3 Populasi dan Sampel

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data-data sekunder (data historis) yang diperoleh dari laporan keuangan *audited* periode tahun 2014 sampai 2018. Pemilihan periode tersebut dilihat selama 5 tahun dari tahun terakhir mengeluarkan laporan keuangan tahunannya sebelum diakuisisi oleh BCA. Laporan keuangan Bank Royal yang terdiri dari laporan posisi keuangan, laporan laba rugi dan pendapatan komprehensif lain, laporan perubahan ekuitas, laporan arus kas serta data lain yang relevan diantaranya prospektus, data statistik saham yang dipublikasikan oleh Bursa Efek Indonesia, IHSG (Indeks Harga Saham Gabungan), lingkungan industri, surat utang negara, proyeksi pertumbuhan ekonomi Indonesia, data perusahaan pembanding.

3.4 Instrumen Penelitian

Instrumen penelitian adalah alat atau metode yang digunakan dalam penelitian ini yang harus memenuhi unsur validitas dan reabilitas, paling tidak isinya menggambarkan dan sesuai dengan variabel yang digunakan sebagai pengukuran nilai wajar saham. Adapun instrumen yang digunakan dalam studi ini meliputi hal berikut ini.

1. Laporan keuangan

Laporan keuangan objek penelitian (Bank Royal) yang memuat data-data keuangan perusahaan tahunan *audited*, yaitu tahun 2014 sampai 2018 yang telah diaudit dan dipublikasikan.

2. Metode penentuan nilai wajar

Adalah pendekatan-pendekatan yang digunakan untuk dapat menentukan nilai wajar saham dengan menggunakan metode FCFE dan *relative valuation*.

3.5 Teknik Pengumpulan Data

Data penelitian merupakan data sekunder dengan cara melakukan studi dokumenter. Dokumentasi dimulai dari penelusuran terhadap laporan keuangan tahunan Bank Royal yang telah diaudit dan merupakan data yang terpilih untuk menjadi sampel, serta data lain yang relevan yang diperoleh dari berbagai sumber, serta melakukan studi pustaka dalam penelitian ini.

3.6 Teknik Analisis Data

Analisis data yang dilakukan dalam studi ini menggunakan pendekatan deskriptif, untuk melakukan evaluasi terhadap estimasi nilai wajar saham Bank Royal pada tahun 2019, apakah *undervalued*, *overvalued*, seimbang atau wajar, dengan metode *Free Cash Flow to Equity* (FCFE) dan *relative valuation*..

3.6.1 FCFE (*Free Cash Flow to Equity*)

Damodaran (2012, 351) menjelaskan FCFE adalah seberapa banyak kas yang dapat dibayarkan oleh suatu perusahaan untuk dibayarkan atau dikembalikan kepada

pemegang saham sebelum dikurangi semua pengeluaran, *reinvestment* dan pembayaran utang. Langkah yang harus dilakukan dalam penggunaan metode DCF yaitu melakukan estimasi tingkat pertumbuhan (*growth*), proyeksi laporan keuangan, proyeksi arus kas bebas ekuitas (*free cash flow to equity*), penentuan tingkat diskonto (*discount rate*) dan melakukan estimasi nilai. Estimasi nilai perusahaan merupakan *free cash flow to equity* yang didiskonto dengan *cost of equity* dengan menggunakan CAPM (*Capital Assets Pricing Model*) ditambah dengan nilai terminal (*terminal value*) yang didiskonto dengan *cost of equity* dikurangi *constant growth*.

Pendekatan penilaian untuk menentukan estimasi nilai wajar saham menggunakan metode FCFE dapat dilakukan dengan urutan penilaian sebagai berikut.

1. Menentukan tingkat pertumbuhan perusahaan

Menentukan tingkat pertumbuhan perusahaan di masa depan atau estimasi *growth* merupakan salah satu variabel yang digunakan dalam penelitian ini untuk melakukan valuasi terhadap nilai wajar saham Bank Royal. Menurut Damodaran (2012, 272-274), ada beberapa cara untuk mengestimasi tingkat pertumbuhan, ada 3 cara yang dapat digunakan menentukan tingkat pertumbuhan/*growth* dari suatu perusahaan:

a. menggunakan *arithmetic average*

$$\frac{\sum_{t=-n}^{t-1} g_t}{n}$$

Keterangan:

g_t : adalah pertumbuhan/*growth rate* pada tahun t

- b. menggunakan *geometric average*

$$\left[\frac{Earnings_0}{Earnings_{-n}} \right]^{(1/n)} - 1$$

- c. menggunakan model linear dan log-linear regresi

menggunakan *Ordinary Least Square* (OLS) / regresi *Earnings Per Share* (EPS) dengan model

$$EPS_t = a + bt$$

Keterangan:

EPS_t = EPS pada tahun t

t = periode tahun t

2. Membuat proyeksi laporan keuangan

Proyeksi laba rugi dan neraca dilakukan dengan teknik yang biasa digunakan secara umum yaitu *percent of sales method*. Brigham dan Ehrhardt (2005: 482) yang dimulai dengan proyeksi penjualan yang menggambarkan pertumbuhan penjualan tahunan. Dalam penelitian ini rentang waktu proyeksi adalah 5 tahun, yaitu tahun 2019 sampai 2023, beberapa akun dalam laporan laba rugi dan laporan posisi keuangan diasumsikan akan meningkat secara proporsional terhadap pendapatan, sehingga nilai dalam akun-akun tersebut meningkat seiring naiknya presentasi dari penjualan (*percent of sales*)

3. Membuat proyeksi FCFE.

Aliran kas yang tersedia saham biasa perusahaan (FCFE) dihitung dari laba bersih yang dihasilkan dikurangi pengeluaran modal, depresiasi, perubahan modal kerja, pembayaran kepada prinsipal dan ditambah

penerbitan utang baru. FCFE menghitung *intrinsic value* sebuah perusahaan dengan cara men-*discounting* FCFE dengan *cost of equity* atau biaya modal. Menurut Damodaran (2012, 352), untuk menghitung FCFE dapat menggunakan rumus berikut:

$$FCFE = Net\ income - (capex - depreciation) - (change\ in\ non\ cash\ working\ capital) + (new\ debt\ issued - debt\ repayment)$$

Dalam perhitungan dengan metode FCFE memiliki beberapa variasi perhitungan, Damodaran (2012, 359 -367):

a. *constant growth (single stage)*

Nilai ekuitas dengan model pertumbuhan konstan, adalah fungsi dari FCFE yang dihasilkan pada periode berikutnya, dengan tingkat pertumbuhan yang stabil/konstan, dan tingkat pengembalian yang diharapkan:

$$Value = \frac{FCFE_1}{k_e - g_n}$$

keterangan:

Value = nilai ekuitas pada tanggal penilaian

FCFE = *return* yang diharapkan dari FCFE tahun berikutnya

k_e = biaya modal (*cost of equity*)

g_n = tingkat pertumbuhan konstan FCFE

b. *two-stage FCFE model*

Nilai dari ekuitas adalah nilai kini dari FCFE per tahun sampai periode pertumbuhan tinggi (stabil) ditambah nilai kini dari nilai terminal (*terminal value*) pada akhir periode:

$$Value = PV\ of\ FCFE + PV\ of\ terminal\ price$$

$$= \sum_{i=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1 + k_{e,hg})^t} + \frac{P_n}{(1 + k_{e,hg})^n}$$

Keterangan:

$FCFE$ = free cash flow to equity pada tahun t

P_n = nilai pada akhir periode pertumbuhan tinggi

k_e = biaya modal (*cost of equity*)

Nilai terminal dihitung menggunakan pertumbuhan konstan :

$$P_n = FCFE_{n+1} / k_{e,st} - g_n$$

keterangan:

g_n = tingkat pertumbuhan stabil setelah tahun terminal

c. *a three stage FCFE model*

Model pertumbuhan dengan tiga tahapan ini dirancang untuk menilai perusahaan yang diharapkan melewati tiga tahap pertumbuhan. Fase awal dari tingkat pertumbuhan yang tinggi, periode transisi yang menyatakan tingkat pertumbuhan yang menurun, dan yang terakhir pada periode kondisi stabil dengan tingkat pertumbuhan yang stabil. Model ini menghitung nilai kini yang diharapkan untuk FCFE dari ketiga tahap pertumbuhan berikut:

$$P_0 = \sum_{i=1}^{t=n1} \frac{FCFE_t}{(1 + k_e)^t} + \sum_{t=n1+1}^{t=n2} \frac{FCFE_t}{(1 + k_e)^t} + \frac{P_{n2}}{(1 + k_e)^{n2}}$$

Keterangan:

P_0 = nilai saham pada tanggal penilaian

$FCFE_t$ = Free Cash Flow to Equity pada tahun t

K_e = biaya modal atas ekuitas

P_{n2} = nilai terminal diakhir periode transisi = $FCFE_{n2+1} / (k_e - g_n)$

k_e = biaya modal (*cost of equity*)

$n1$ = periode awal dengan pertumbuhan tinggi

$n2$ = periode akhir transisi

4. Menentukan tingkat diskonto (*discount rate*)

Tingkat diskonto yang digunakan adalah tingkat diskonto *cost of equity* yang digunakan oleh perusahaan atas biaya ekuitas. Penentuan *cost of equity* ini menggunakan metode CAPM (*Capital Assets Pricing Model*). *Discount rate* merupakan tingkat suku bunga yang digunakan untuk menentukan nilai PV (*Present Value*) dari arus kas di masa yang akan datang. *Capital Assets Pricing Model* (CAPM) banyak digunakan dalam penilaian bank. Aggelopoulos (2017). Biaya modal diperoleh dari perhitungan CAPM:

$$r_e = r_f + \beta(r_m + r_f)$$

Keterangan:

r_e = biaya modal

r_f = tingkat suku bunga bebas risiko

β = risiko sistematis

r_m = imbal hasil yang diharapkan pasar

Biaya ekuitas sama dengan hasil instrumen bunga bebas risiko ditambah risiko sistematis bank, di mana yang terakhir sebelumnya telah dikalikan oleh risiko premi. Dalam literatur perbankan, imbal hasil obligasi pemerintah sepuluh tahun digunakan sebagai indikator tingkat bebas risiko (Fiordelisi dan Molyneux 2010). Risiko sistematis bank (koefisien beta) menunjukkan tingkat korelasi kinerja bank dan portofolio pasar, di mana nilai 1 menunjukkan korelasi yang tinggi dengan pasar dan sebaliknya 0 tidak ada korelasi. Faktor beta dihitung menggunakan historis data korelasi antara pengembalian pasar dan pengembalian bank. Besaran tingkat suku bunga bebas risiko (r_f) sesuai dengan keputusan

Bapepam dan LK Nomor: KEP-196/BL/2012 tanggal 19 April 2012 tentang Pedoman Penilaian dan Penyajian Laporan Penilaian Usaha di Pasar Modal dalam poin 10 tentang suku bunga bebas risiko (*risk free rate*) huruf b. disebutkan bahwa dalam hal transaksi dilakukan dengan mata uang rupiah, maka penentuan tingkat suku bunga bebas risiko (*risk free rate*) wajib berdasarkan Surat Utang Negara (SUN) yang masa jatuh temponya paling kurang 10 (sepuluh) tahun. Beta diestimasi menggunakan beta industri perbankan yang sudah *go public*, sedangkan tingkat pengembalian pasar (r_m) menggunakan tingkat pengembalian pasar yang berlaku umum di Indonesia.

5. Melakukan estimasi nilai

Estimasi nilai dihasilkan dengan melakukan penjumlahan antara PV FCFE. Estimasi nilai untuk menghitung nilai ekuitas merupakan PV FCFE selama periode proyeksi ditambah dengan hasil perhitungan nilai akhir (*terminal value*). Menurut Damodaran (2012: 12) proyeksi *cash flow* menggunakan

$$Value = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

Keterangan:

n = jangka waktu aset

CF_t = *cash flow* pada periode t (dalam penelitian ini *cash flow* yang digunakan adalah aliran *cash flow* dari FCFE)

r = *discount rate* (tingkat diskonto) dari ekuitas

Untuk menentukan nilai terminal (*terminal value*) menggunakan rumus

Damodaran (2012, 306)

$$Terminal\ Value = \frac{CF_{n+1}}{r - Stable\ Growth}$$

Keterangan:

CF_{n+1} = merupakan aliran kas bebas atau *free cash flow to equity* pada tahun periode terakhir tahun proyeksi

r = *discount rate* (tingkat diskonto) dari ekuitas

Stable Growth = asumsi pada tingkat pertumbuhan yang stabil

Nilai ekuitas dapat dihitung dengan, menurut Damodaran (2012, 304)

$$Value\ of\ a\ firm\ (equity) = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1 + k_c)^t} + \frac{Terminal\ Value_n}{(1 + k_c)^n}$$

3.6.2 Relative valuation

Metode ini menghitung nilai suatu aset dengan melihat harga pasar atas aset yang sama atau serupa. Seringkali ditemukan bahwa nilai dasar suatu aset sangat sulit untuk ditentukan sehingga nilai suatu aset dilihat dari seberapa besar pasar bersedia untuk membayar berdasarkan karakteristik aset tersebut.

Merupakan pelengkap dari metode DCF dengan menghindari proyeksi yang subyektif. Ada empat proses yang diperlukan untuk menghitung nilai wajar saham berdasarkan pendekatan ini.

1. Pemilihan perusahaan pembanding. Perusahaan yang memiliki *criteria relative* sama sebagaimana yang diatur dalam lampiran Keputusan Ketua Bapepam dan LK Nomor: Kep-196/BL/2012 Tanggal : 19 April 2012, huruf e angka 8) “Rasio-rasio penilaian wajib didukung dengan data yang akurat serta dihitung berdasarkan analisis atas perbandingan fundamental variabel keuangan perusahaan yang menjadi objek penilaian dengan perusahaan pembanding”.

2. Menghitung *multiple*/pengali perusahaan pembanding

Penggunaan model *relative valuation* sering digunakan. Sebagian besar laporan penelitian ekuitas dan banyak penilaian akuisisi didasarkan pada perbandingan perusahaan dengan perusahaan yang sebanding, sebagai dasar perbandingan, Damodaran (2012, 453).

Faktor pengali (*multiple*) perusahaan yang bergerak dalam industri perbankan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

a. *Price Earning Ratio* (PER)

PER adalah rasio perlembar saham terhadap pendapatan atau laba perlembar saham, Damodaran (2012, 468):

$$\text{Price Earning Ratio} = \frac{\text{Harga per lembar saham}}{\text{Laba per lembar saham}}$$

Nilai dari ekuitas dapat diukur dengan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan pendapatan bersih/laba bersih per lembar saham

b. *Price to Sales ratio* (P/S)

Dalam menentukan nilai pasar ekuitas adalah dengan membandingkan nilai pasar ekuitas dengan pendapatannya (*revenue*). Nilai dari ekuitas tercermin dari kemampuan perusahaan dalam menghasilkan pendapatan (*revenue*), Damodaran (2012, 543):

$$\text{Price to sales ratio} = \frac{\text{Nilai pasar ekuitas}}{\text{Pendapatan (revenue)}}$$

c. *Price to Book ratio* (PBV)

Nilai per lembar saham dihasilkan dari rasio harga pasar perlembar saham dibandingkan dengan nilai buku perlembar saham, Damodaran (2012, 512):

$$\text{Price to Book Ratio (PBV)} = \frac{\text{Harga per lembar saham}}{\text{Nilai buku per lembar saham}}$$

3. Estimasi besaran faktor *multiple*/pengali. Nilai akuisisi ekuitas perusahaan dilakukan dengan cara mengalikan rata-rata besaran *multiple*/faktor pengali PER, PBV, P/S perusahaan pembanding dengan *earning*/laba bersih, nilai buku, penjualan perusahaan yang dinilai.
4. Perhitungan estimasi nilai wajar saham dengan *relative valuation* adalah sebagaimana berikut: (1) *Multiple* PER perusahaan pembanding dikali laba bersih per lembar dari Bank Royal; (2) *Multiple* PBV perusahaan pembanding dikali nilai buku ekuitas per lembar dari Bank Royal; (3) *Multiple* P/S perusahaan pembanding dikali nilai pendapatan per lembar dari Bank Royal.

3.6.3 Rekonsiliasi nilai

Rekonsiliasi nilai dilakukan untuk mendapat kesimpulan akhir dari dua metode yang digunakan, karena sangat mungkin nilai yang dihasilkan oleh metode FCFE dan *relative valuation* akan berbeda-beda hasilnya. Untuk dapat menghasilkan nilai akhir, maka perlu dilakukan rekonsiliasi atas kedua metode tersebut. Menurut DiGabriele dan Riley (2018) rekonsiliasi dilakukan untuk menentukan nilai akhir, yang digunakan hanya pendekatan pendapatan dan pendekatan pasar, pembobotan lebih tinggi pendekatan pendapatan, karena dianggap sebagai pendekatan utama

yang besarannya pembobotan masing-masing dalam prakteknya berdasarkan pengalaman dan pelatihan dari penilainya.

BAB IV

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

4.1 Akuisisi Bank Royal

Akuisisi saham Bank Royal oleh BCA dengan skema sebagai berikut.

1. BCA membeli 2.871.999 lembar saham dari para pemegang saham Bank Royal yang mewakili 99,99% dari total saham yang telah ditempatkan dan disetor pada Bank Royal.
2. BCA Finance yang merupakan anak perusahaan terkendali BCA, membeli 1 lembar saham dari PT Bank Royal yang mewakili 0,01% dari total saham yang telah ditempatkan dan disetor pada Bank Royal.

Adapun total nilai transaksi akuisisi Bank Royal adalah sebesar Rp1.007.000.000.000. Kepemilikan saham Bank Royal setelah akuisisi sebagaimana terlihat pada Tabel 4.1

Tabel 4.1 Struktur kepemilikan saham proforma

Nama Pemegang Saham	Sebelum Akuisisi			Setelah Akuisisi		
	Jumlah Saham	Nilai Nominal (Rp)	Persen	Jumlah Saham	Nilai Nominal (Rp)	Persen
PT Royalindo Investa Wijaya	2.375.000	237.500.000.000	82,70	-	-	-
Leslie Soemedi	164.010	16.401.000.000	5,71	-	-	-
Ibrahim Sumedi	84.490	8.449.000.000	2,94	-	-	-
Herman Soemedi	84.490	8.449.000.000	2,94	-	-	-
Nevin Soemedi	79.520	7.952.000.000	2,77	-	-	-
Ko Sugiarto	84.490	8.449.000.000	2,94	-	-	-
BCA	-	-	-	2.871.999	287.199.900.000	99,99
BCA Finance	-	-	-	1	100.000	0,01
Total	2.872.200	287.200.000.000	100,00	2.872.200	287.200.000.000	100,00

Sumber: Laporan keuangan Bank Royal 2020

BCA menjadi pemegang saham pengendali Bank Royal setelah akuisisi.

4.2 Laporan Keuangan Bank Royal Sebelum Akuisisi

Laporan keuangan Bank Royal 5 tahun terakhir yang terdiri dari laporan posisi keuangan konsolidasian dan laporan laba rugi dan penghasilan komprehensif lain konsolidasian *audited* disajikan dalam tabel berikut ini.

1. Laporan posisi keuangan

Laporan posisi keuangan Bank Royal tahun 2018-2014, tersaji dalam Tabel 4.2 berikut ini.

Tabel 4.2 Laporan posisi keuangan konsolidasian (dalam ribuan rupiah)

	31 Desember 2018 (<i>audited</i>)	31 Desember 2017 (<i>audited</i>)	31 Desember 2016 (<i>audited</i>)	31 Desember 2015 (<i>audited</i>)	31 Desember 2014 (<i>audited</i>)
Aset					
Aset Lancar					
Kas	10.235.809	7.839.328	8.903.732	8.515.728	6.681.155
Penempatan pada Bank Indonesia	210.259.539	63.474.886	63.856.041	88.807.959	113.081.642
Penempatan pada Bank lain	3.420.519	3.155.014	2.001.902	2.716.001	2.217.945
Surat berharga	57.652.839	166.675.259	87.740.762	118.045.947	56.247.874
Tagihan atas surat berharga yang dibeli dengan janji dijual kembali (<i>reverse repro</i>)	69.983.656	57.660.603	71.899.351		
Pinjaman yang diberikan dan piutang	566.931.138	574.546.751	565.063.148	467.212.346	435.629.216
Cadangan kerugian penurunan nilai aset keuangan	(5.045.882)	(19.106.691)	(1.040.650)	(191.088)	(65.304)
Total Aset Lancar	913.437.617	854.245.151	798.424.285	685.106.894	613.792.528
Aset Tetap					
Aset tak berwujud	624.218	624.218	624.218	342.870	240.791
Akumulasi amortisasi	(591.218)	(499.957)	(390.653)		
Aset tetap dan inventaris	43.189.143	42.569.485	42.042.818	41.889.543	17.934.159
Akumulasi penyusutan	(9.893.491)	(9.211.556)	(8.600.292)	(7.586.064)	(8.970.125)

	31 Desember 2018 (audited)	31 Desember 2017 (audited)	31 Desember 2016 (audited)	31 Desember 2015 (audited)	31 Desember 2014 (audited)
Aset non produktif	13.361.626	4.657.523	4.657.523	4.657.523	
Cadangan kerugian penurunan nilai aset non keuangan		(698.628)	(698.628)		
Aset pajak tangguhan	1.463.481	4.570.800			
Aset lainnya	6.872.277	6.955.753	7.638.902	8.419.926	7.016.399
Jumlah Aset Tetap	55.026.035	48.967.637	45.273.888	47.723.799	16.221.225
Jumlah Aset Liabilitas	968.463.652	903.212.787	843.698.173	732.830.693	630.013.753
Simpanan Nasabah	618.075.969	607.689.630	634.179.026	528.378.667	470.694.649
Pinjaman dari Bank lain	3.300.000	550.000			4.500.000
Liabilitas pajak tangguhan			240.676		
Liabilitas lainnya	12.585.971	12.370.758	11.694.008	10.491.877	24.602.868
Jumlah Liabilitas	633.961.940	620.610.388	646.113.710	538.870.544	499.538.516
Ekuitas					
Modal disetor	287.200.000	187.200.000	137.200.000	137.200.000	100.000.000
Tambahan modal disetor		50.000.000			
Pendapatan (kerugian) komprehensif lainnya	25.735.933	24.692.405	25.327.577	23.805.367	(425.205)
Saldo laba/rugi	21.565.780	20.709.995	35.056.885	32.954.781	30.641.442
Jumlah Ekuitas	334.501.712	282.602.400	197.584.463	193.960.149	138.216.237
Jumlah Liabilitas Dan Ekuitas	968.463.652	903.212.787	843.698.173	732.830.693	630.013.753

Sumber: Laporan keuangan Bank Royal 2020

2. Laporan posisi keuangan

Laporan Laporan laba rugi dan penghasilan komprehensif lain konsolidasian tahun 2014-2018, tersaji dalam Tabel 4.3.

Tabel 4.3 Laporan laba rugi dan penghasilan komprehensif lain konsolidasian
(dalam ribuan rupiah)

	31 Desember 2018 (<i>audited</i>)	31 Desember 2017 (<i>audited</i>)	31 Desember 2016 (<i>audited</i>)	31 Desember 2015 (<i>audited</i>)	31 Desember 2014 (<i>audited</i>)
Pendapatan dan Beban Operasional					
Pendapatan bunga	73.883.934	74.065.785	74.033.374	69.003.591	54.949.538
Beban bunga	(37.281.316)	(40.440.694)	(40.658.810)	(38.994.666)	(24.065.221)
Pendapatan operasional lainnya	13.021.936	3.600.427	1.995.553	2.119.865	2.0037.150
Beban operasional lainnya	(44.740.827)	(55.160.635)	(32.605.080)	(29.448.955)	(25.652.393)
Pendapatan operasional neto	4.883.728	(17.935.117)	2.765.037	2.679.836	7.269.074
Pendapatan (beban) bukan operasional	(5.217)	25.119	287.230	205.165	(304.024)
Laba sebelum pajak penghasilan	4.878.511	(17.909.998)	3.052.267	2.885.000	6.965.051
Beban pajak penghasilan	(4.022.726)	3.143.289	(530.344)	(571.661)	(2.454.159)
Laba bersih	855.785	(14.766.710)	2.521.923	2.313.339	4.510.891
Penghasilan (beban) komprehensif lain setelah pajak	1.043.537	(215.353)	1.112.391	25.700.102	137.414
Jumlah laba komprehensif	1.899.321	(14.982.063)	3.634.314	28.013.441	4.648.306
Laba yang dapat didistribusikan kepada					
- Pemilik	855.785	(14.766.710)	2.521.923	2.313.339	4.510.891
Laba komprehensif yang dapat didistribusikan kepada					
Pemilik	1.899.321	(14.982.063)	3.634.314	28.013.441	4.648.306

Sumber: Laporan keuangan Bank Royal (2020)

4.3 Asumsi Penilaian

Menurut Bapepam dan LK Nomor: KEP-196/BL/2012 tanggal 19 April 2012 dalam Lampiran angka 1 mengenai ketentuan umum pada huruf a butir 13) dinyatakan bahwa asumsi adalah sesuatu yang dianggap akan terjadi termasuk fakta, syarat, atau keadaan yang mungkin dapat memengaruhi objek penilaian atau pendekatan penilaian dan kewajarannya telah dianalisis oleh penilai usaha sebagai bagian dari proses penilaian.

Asumsi yang digunakan dalam penelitian untuk mengestimasi nilai wajar saham Bank Royal dalam rangka akuisisi oleh BCA pada tahun 2019 tersaji dalam Tabel 4.4.

Tabel 4.4 Asumsi penilaian

No	Uraian	Asumsi	Keterangan
1	Beta (β)	0,73	Menggunakan rata-rata market beta industri perbankan yang dipublikasikan oleh Pefindo
2	<i>Cost of equity</i> (K_e)	12,75%	Dengan menggunakan <i>Capital Asset Pricing Model</i> (CAPM), perhitungan CAPM di dasarkan dengan suku bunga bebas risiko (<i>risk free rate</i>) yang mengacu kepada SUN dan <i>equity premium risk</i> menggunakan estimasi <i>equity premium risk</i> yang dikeluarkan oleh Damodaran pada Januari 2019.
3	Pertumbuhan pendapatan dengan skenario - pesimis - moderat - optimis	5,17% 8,17% 11,17%	Berdasarkan data historis dan proyeksi pertumbuhan pendapatan di masa yang akan datang
4	Pertumbuhan konstan, dengan skenario - pesimis - moderat - optimis	7,58% 4,58% 1,58%	Estimasi pertumbuhan setelah periode <i>high growth</i> .

Empat asumsi dasar yang digunakan dalam penelitian ini yaitu beta, *cost of equity*, pertumbuhan pendapatan dan pertumbuhan konstan. Adapun dasar asumsi-asumsi yang dibuat dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

1. Beta

Beta merupakan suatu pengukur volatilitas (*volatility*) *return* suatu sekuritas atau *return portofolio* terhadap *return* pasar. Dengan kata lain, beta merupakan pengukur risiko sistematis (*systematic risk*) dari suatu sekuritas.

Beta yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan rata-rata market industri perbankan yang dipublikasikan oleh Pefindo. Dalam hal ini nilai beta adalah 0,73, disajikan pada Tabel 4.5

Tabel 4.5 Perhitungan beta

No	Perusahaan	Kode Emiten	Levered 2018	DER 2018
1	Bank Rakyat Indonesia Agroniaga Tbk.	AGRO	1,837	4,27
2	Bank MNC Internasional Tbk.	BABP	0,880	6,73
3	Bank Capital Indonesia Tbk.	BACA	0,411	11,28
4	Bank Central Asia Tbk.	BBCA	0,960	4,56
6	Bank Mestika Dharma Tbk.	BBMD	0,398	2,98
7	Bank Negara Indonesia (Persero) Tbk.	BBNI	1,338	6,33
8	Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk.	BBRI	1,313	6,00
9	Bank Tabungan Negara (Persero) Tbk.	BBTN	1,798	11,85
10	Bank Yudha Bhakti Tbk.	BBYB	1,474	5,22
11	Bank Danamon Indonesia Tbk.	BDMN	1,358	3,45
12	Bank Pembangunan Daerah Jawa Barat dan Banten	BJBR	1,029	8,85
13	Bank Pembangunan Daerah Jawa Timur Tbk.	BJTM	1,189	6,40
14	Bank Maspion Indonesia Tbk.	BMAS	0,462	4,15
15	Bank Mandiri (Persero) Tbk.	BMRI	1,301	5,50
16	Bank Bumi Arta Tbk.	BNBA	0,788	4,08
17	Bank CIMB Niaga Tbk.	BNGA	2,473	5,77
18	Bank Maybank Indonesia Tbk	BNII	1,995	6,08
19	Bank Permata Tbk	BNLI	1,136	5,81
20	Bank Sinarmas Tbk.	BSIM	1,162	5,11
21	Bank Tabungan Pensiunan Nasional Tbk	BTPN	0,769	4,24

No	Perusahaan	Kode Emiten	Levered 2018	DER 2018
22	Bank Victoria International Tbk.	BVIC	0,709	8,90
23	Bank Windu Kentjana International Tbk	MCOR	0,871	5,18
24	Bank Mega Tbk.	MEGA	0,344	5,08
25	Bank OCBC NISP Tbk.	NISP	0,447	6,11
26	Bank Pan Indonesia Tbk	PNBN	1,321	4,74
Rata-rata industri			1,117	6,078
Beta unlevered			0,201	
Beta levered			0,73	

Sumber: Beta industri perbankan dari Pefindo 2020

2. *Cost of equity* (Ke)

Cost of equity merupakan biaya ekuitas atau biaya modal sendiri adalah tingkat hasil pengembalian atas saham biasa yang diinginkan oleh para investor. Metode yang digunakan untuk menentukan tingkat biaya ekuitas dalam penelitian ini adalah menggunakan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Hasil perhitungan tingkat biaya ekuitas sebesar 14,28 persen dapat dilihat dalam Tabel 4.6

Tabel 4.6 Perhitungan biaya modal (*cost of equity*)

Uraian	Besaran	Keterangan
<i>Risk free</i>	6,46%	government bond yield dengan tenor 5 tahun
<i>Beta levered</i>	0,73	Perhitungan beta Bank Royal
<i>Total equity risk premium</i>	8,60%	<i>Total equity risk premium</i> , yang dikeluarkan Damodaran
<i>Cost of equity</i>	12,75%	(6,46% x (0,73 x 8,60%))

Biaya ekuitas merupakan faktor diskonto bagi arus kas yang digunakan dalam perhitungan FCFE (*Free Cash Flow to Equity*).

3. Tingkat pertumbuhan pendapatan

Pertumbuhan pendapatan dalam penelitian ini mengacu pada laporan keuangan historis Bank Royal *audited* dan telah dipublikasikan, yaitu pendapatan bersih dari bunga kredit, bunga surat berharga dan bunga bank

lain selama 5 tahun berturut turut yaitu periode 2014-2018, dengan menggunakan rata-rata dari tingkat pertumbuhan dengan 3 cara, tersaji dalam Tabel 4.7

Tabel 4.7 Perhitungan pertumbuhan pendapatan Bank Royal periode 2014-2018 (dalam ribuan rupiah)

Keterangan	2014	2015	Tahun 2016	2017	2018
Pendapatan	54.949.538	69.003.591	74.033.374	74.065.785	73.883.934
% pertumbuhan		25,58%	7,29%	0,04%	(0,25%)
Hasil estimasi tingkat pertumbuhan					
Rata-rata aritmatik			8,17%		
Rata-rata geometrik			7,68%		
Rata-rata Logest			6,85%		

Sumber : Laporan keuangan Bank Royal, diolah 2020

Menurut Damodaran (2012, 269-270) Penentuan tingkat pertumbuhan dapat dilakukan dengan tiga cara yaitu *arithmetic average*, *geometric average* dan regresi *log-linier*. Perhitungan dengan metode *arithmetic average* menghasilkan tingkat pertumbuhan rata-rata sebesar 8,17 persen, kemudian metode *geometric* menghasilkan rata-rata pertumbuhan 7,68 persen dan metode *log-linier* dengan dengan aplikasi excel menghasilkan pertumbuhan rata-rata 6,85 persen. Peneliti menggunakan perhitungan aritmatik sehingga menghasilkan proyeksi pertumbuhan pendapatan Bank Royal sebesar 8,17 persen.

4. Pertumbuhan konstan

Perhitungan pertumbuhan konstan menggunakan proyeksi *Free Cash Flow to Equity* (FCFE), perusahaan diasumsikan tidak terus menerus tumbuh tinggi (*high growth*), setelah periode pertumbuhan tinggi (*high growth*) perusahaan akan tumbuh konstan. Dalam penilaian ini peneliti

menggunakan pertumbuhan konstan untuk masing-masing skenario pertumbuhan seperti dalam Tabel 4.8

Tabel 4.8 Pertumbuhan konstan

Skenario	Biaya Modal (%)	Pertumbuhan Pendapatan (%)	Pertumbuhan Konstan (%)
Pesimis	12,75	5,17	7,58
Moderat	12,75	8,17	4,58
Optimis	12,75	11,17	1,58

Sumber: Laporan keuangan histori 2014-2018 Bank Royal 2020

4.4 *Free Cash Flow to Equity Model*

Metode pertama yang digunakan dalam melakukan estimasi nilai wajar Bank Royal adalah dengan *free cash flow to equity*. Estimasi nilai dengan model ini dilakukan dengan cara mendiskontokan aliran kas ke ekuitas sebesar biaya modal ekuitas ditambah diskonto *terminal value* sebesar biaya modal ekuitas. Langkah-langkah yang dilakukan dalam metode ini sehingga memperoleh estimasi nilai wajar Bank Royal adalah tersebut dibawah ini

4.4.1 Menentukan periode proyeksi

Penentuan periode proyeksi merupakan langkah awal dalam menentukan besaran suatu ekuitas dengan memproyeksi seberapa besar pendapatan yang akan diterima atas ekuitas tersebut di masa yang akan datang. Menurut Brigham dan Ehrhardt (2005, 479) periode proyeksi ditentukan secara bebas, tetapi sebagian besar perusahaan menggunakan rentang waktu 5 tahun. Kemudian mengacu kepada peraturan yang dikeluarkan oleh Bapepam dan LK Nomor: KEP-196/BL/2012 tanggal 19 April 2012 dalam Lampiran angka 19 huruf h. bahwa periode proyeksi pendapatan ekonomis wajib dilakukan dalam kurun waktu sekurang-kurangnya 5 tahun ke depan. Berdasarkan hal tersebut, maka penelitian ini menggunakan

periode proyeksi laporan keuangan selama lima tahun ke depan dari tahun 2019 sampai dengan tahun 2023 dan tahun 2024 digunakan sebagai tahun penentuan *terminal value*.

4.4.2 Estimasi tingkat pertumbuhan

Dalam mengestimasi tingkat pertumbuhan pendapatan dalam penelitian ini, peneliti menggunakan 3 skenario pertumbuhan.

1. Pesimis

Estimasi tingkat pertumbuhan pesimis diasumsikan setelah akuisi dibutuhkan penyesuaian operasi, tata kelola, struktur organisasi dan kebijakan baru yang berdampak kepada pasar, sehingga untuk sementara Bank Royal akan mengalami penurunan *lending* maupun *funding*. Perubahan tersebut berakibat Bank Royal Indonesia mengalami penurunan kredit dan Dana Pihak Ketiga (DPK) sehingga tingkat pendapatan diasumsikan turun 3 persen, sehingga persentase tingkat pertumbuhan dalam skenario pesimis ini adalah 8,17% dikurangi 3 persen menjadi 5,17 %.

2. Moderat

Estimasi tingkat pertumbuhan moderat diasumsikan bahwa bisnis tumbuh normal sesuai sebelum akuisisi, yaitu dengan tingkat pertumbuhan pendapatan 8,17%.

3. Optimis

Tingkat pertumbuhan optimis ini diasumsikan tingkat pertumbuhan naik sebesar 3 persen dari pertumbuhan normal, dengan asumsi bahwa bisnis

yang berjalan akan menjadi entitas anak dari BCA dan Bank Royal akan memasuki fase baru dengan bertransformasi menjadi bank digital dengan struktur permodalan bank yang sehat sehingga mampu untuk menjalankan proses digitalisasi bisnis bank, dengan melakukan perubahan anggaran dasar dan peningkatan modal disetor serta *brand image* BCA akan mampu menaikkan tingkat pertumbuhan, sehingga pertumbuhan dengan skenario optimis adalah 8,17% ditambah 3% menjadi 11,17%.

Skenario pertumbuhan dalam penelitian ini dapat dilihat pada Tabel 4.9 .

Tabel 4.9 skenario pertumbuhan

Skenario	Tingkat Pertumbuhan (%)
Pesimis	5,17
Moderat	8,17
Optimis	11,17

4.4.3 Proyeksi laporan keuangan

Dalam memproyeksikan laporan keuangan menurut Brigham dan Ehrhardt (2005, 482) dalam memproyeksi laporan keuangan lazim menggunakan teknik persentase dari penjualan (*percent of sales method*). Akun-akun dalam laporan keuangan (laporan laba rugi dan laporan posisi keuangan) diasumsikan meningkat secara proporsional terhadap pendapatan, sehingga nilai akun tersebut diestimasi sebagai persentase dari penjualan. Berdasarkan laporan keuangan Bank Royal, pendapatan yang digunakan adalah penjualan bersih perusahaan dalam teknik ini. Memproyeksikan laporan keuangan di masa yang akan datang dengan menghitung rasio akun-akun laporan laba rugi terhadap pendapatan. Setelah diperoleh rasio-rasio setiap akun, selanjutnya dipilih rasio akun pada laporan keuangan terakhir yaitu laporan keuangan tahun 2018, dengan pertimbangan bahwa laporan keuangan

terakhir dianggap lebih mencerminkan kondisi perusahaan pada saat penilaian. Untuk akun pajak tidak diproyeksikan dalam laporan laba rugi, namun ditetapkan sebesar 25 persen dari akun laba sebelum pajak sebagaimana ketentuan pada Undang-undang Nomor 36 Tahun 2008 tentang perubahan keempat atas Undang-undang Nomor 27 Tahun 1983 tentang pajak penghasilan. Sesuai dengan skenario, maka laporan laba rugi dan laporan posisi keuangan akan diproyeksikan dengan tiga skenario yaitu pesimis, moderat dan optimis, hasil proyeksi laporan keuangan Bank Royal adalah sebagai berikut.

1. Proyeksi laba rugi dengan skenario pesimis

Proyeksi laba rugi Bank Royal dengan skenario pesimis disajikan dalam Tabel 4.10

Tabel 4.10 proyeksi laba rugi skenario pesimis (dalam jutaan)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Pendapatan dan beban operasional						
Pendapatan bunga	57,788	60,773	63,913	67,215	70,687	74,339
Beban bunga	(25,308)	(26,616)	(27,991)	(29,437)	(30,957)	(32,557)
Pendapatan operasional lainnya	2,142	2,253	2,369	2,492	2,621	2,756
Beban operasional lainnya	(26,978)	(28,371)	29,837)	(31,378)	(32,999)	34,704)
Pendapatan operasional neto	7,645	8,040	8,455	8,892	9,351	9,834
Pendapatan (beban) bukan operasional	(320)	(336)	(354)	(372)	(391)	(411)
Laba sebelum pajak penghasilan	7,325	7,703	8,101	8,520	8,960	9,423
Beban pajak penghasilan	(1,831)	(1,926)	(2,025)	(2,130)	(2,240)	(2,356)
Laba bersih	5,494	5,777	6,076	6,390	6,720	7,067

2. Proyeksi laba rugi dengan skenario moderat

Proyeksi laba rugi Bank Royal dengan skenario moderat disajikan dalam

Tabel 4.11

Tabel 4. 11 proyeksi laba rugi skenario moderat (dalam jutaan)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Pendapatan dan beban operasional						
Pendapatan bunga	59,437	64,290	69,540	75,219	81,361	88,005
Beban bunga	(26,030)	(28,156)	(30,455)	(32,942)	(35,632)	(38,542)
Pendapatan operasional lainnya	2,204	2,383	2,578	2,789	3,016	3,263
Beban operasional lainnya	(27,747)	(30,013)	(32,464)	(35,115)	(37,982)	(41,084)
Pendapatan operasional neto	7,863	8,505	9,199	9,950	10,763	11,642
Pendapatan (beban) bukan operasional	(329)	(356)	(385)	(416)	(450)	(487)
Laba sebelum pajak penghasilan	7,534	8,149	8,814	9,534	10,313	11,155
Beban pajak penghasilan	1,883	2,037	2,204	2,384	2,578	2,789
Laba bersih	9,417	10,186	11,018	11,918	12,891	13,944

3. Proyeksi laba rugi dengan skenario optimis

Proyeksi laba rugi Bank Royal dengan skenario optimis disajikan dalam

Tabel 4.12

Tabel 4.12 Proyeksi laba rugi skenario optimis (dalam jutaan)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Pendapatan dan beban operasional						
Pendapatan bunga	61,085	67,906	75,488	83,917	93,287	103,704
Beban bunga	(26,752)	29,739)	(33,060)	(36,752)	(40,855)	(45,417)
Pendapatan operasional lainnya	2,265	2,517	2,799	3,111	3,458	3,845
Beban operasional lainnya	(28,517)	(31,701)	(35,241)	(39,176)	(43,550)	(48,413)
Pendapatan operasional neto	8,081	8,983	9,986	11,101	12,341	13,719
Pendapatan (beban) bukan operasional	(338)	(376)	(418)	(464)	(516)	(574)

Laba sebelum pajak penghasilan	7,743	8,607	9,568	10,637	11,824	13,145
Beban pajak penghasilan	1,936	2,152	2,392	2,659	2,956	3,286
Laba bersih	9,678	10,759	11,961	13,296	14,781	16,431

4. Proyeksi posisi keuangan dengan skenario pesimis

Proyeksi posisi keuangan Bank Royal dengan skenario pesimis tersaji

dalam Tabel 4.13

Tabel 4.13 Proyeksi posisi keuangan skenario pesimis (dalam jutaan)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Aset						
Aset Lancar						
Kas	10,765	11,321	11,905	12,521	13,167	13,848
Penempatan pada Bank Indonesia	221,121	232,544	244,557	257,191	270,477	284,450
Penempatan pada Bank lain	3,597	3,783	3,978	4,184	4,400	4,627
Surat berharga	60,631	63,763	67,057	70,521	74,164	77,996
Tagihan atas surat berharga yg dibeli dengan janji dijual kembali (reverse repo)	73,599	77,401	81,400	85,605	90,027	94,678
Pinjaman yang diberikan dan Piutang	596,218	627,019	659,410	693,475	729,299	766,974
Cadangan kerugian penurunan nilai aset keuangan	(5,307)	(5,581)	(5,869)	(6,172)	(6,491)	(6,826)
Total aset lancar	960,625	1,010,250	1,062,439	1,117,324	1,175,044	1,235,746
ASET TETAP						
Aset tidak berwujud	656	690	726	764	803	844
Akumulasi amortisasi	(622)	(654)	(688)	(723)	(761)	(800)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Aset tetap dan Inventaris	45,420	47,767	50,234	52,829	55,558	58,429
Akumulasi penyusutan	(10,405)	(10,942)	(11,507)	(12,102)	(12,727)	(13,384)
Aset non produktif	14,052	14,778	15,541	16,344	17,188	18,076
Aset pajak tangguhan	1,539	1,619	1,702	1,790	1,883	1,980
Aset lainnya	7,227	7,601	7,993	8,406	8,840	9,297
Total aset tetap	57,869	60,858	64,002	67,308	70,785	74,442
Total aset	1,018,494	1,071,108	1,126,441	1,184,632	1,245,829	1,310,188
LIABILITAS						
Simpanan nasabah	650,005	683,584	718,898	756,035	795,092	836,165
Pinjaman dari Bank lain	3,470	3,650	3,838	4,037	4,245	4,464
Liabilitas lainnya	13,236	13,920	14,639	15,395	16,191	17,027
EFN	14,837	30,440	46,849	64,105	82,253	101,339
Jumlah Liabilitas	681,548	731,593	784,223	839,572	897,781	958,996
Ekuitas						
Modal disetor	287,200	287,200	287,200	287,200	287,200	287,200
Tambahan modal disetor	-	-	-	-	-	-
Pendapatan (Kerugian) komprehensif lainnya	27,065	28,464	29,934	31,480	33,107	34,817
Saldo laba/rugi	22,680	23,851	25,084	26,379	27,742	29,175
Jumlah ekuitas	336,945	339,515	342,218	345,060	348,049	351,192
Jumlah liabilitas dan ekuitas	1,018,494	1,071,108	1,126,441	1,184,632	1,245,829	1,310,188

5. Proyeksi posisi keuangan dengan skenario moderat

Proyeksi posisi keuangan Bank Royal dengan skenario moderat tersaji

dalam Tabel 4.14

Tabel 4.14 Laporan posisi keuangan skenario moderat (dalam jutaan)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Aset						
Aset Lancar						
Kas	11,072	11,976	12,954	14,011	15,156	16,393
Penempatan pada Bank Indonesia	227,429	246,001	266,089	87,818	311,321	336,743
Penempatan pada Bank lain	3,700	4,002	4,329	4,682	5,065	5,478
Surat berharga	62,361	67,453	72,961	78,919	85,364	92,334
Tagihan atas surat berharga yg dibeli dengan janji dijual kembali (reverse repo)	75,698	81,880	88,566	95,798	103,621	112,083
Pinjaman yang diberikan dan Piutang Cadangan kerugian penurunan nilai aset keuangan	613,226	663,302	717,467	776,054	839,427	907,973
Total aset lancar	988,028	1,068,710	1,155,980	1,250,376	1,352,481	1,462,924
Aset tetap						
Aset tidak berwujud	675	730	790	854	924	1,000
Akumulasi amortisasi	(639)	(692)	(748)	(809)	(875)	(947)
Aset tetap dan Inventaris	46,716	50,531	54,657	59,120	63,948	69,170
Akumulasi penyusutan	(10,701)	(11,575)	(12,520)	(13,543)	(14,649)	(15,845)
Aset non produktif	14,453	15,633	16,909	18,290	19,784	21,399
Aset pajak tangguhan	1,583	1,712	1,852	2,003	2,167	2,344
Aset lainnya	7,433	8,040	8,697	9,407	10,175	11,006
Total aset tetap	59,519	64,380	69,637	75,323	81,474	88,127
Total aset	1,047,548	1,133,090	1,225,617	1,325,700	1,433,956	1,551,051

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Liabilitas						
Simpanan nasabah	668,548	723,141	782,192	846,065	915,154	989,885
Pinjaman dari Bank lain	3,569	3,861	4,176	4,517	4,886	5,285
Liabilitas lainnya	13,614	14,725	15,928	17,229	18,635	20,157
EFN	23,453	48,820	76,259	105,939	138,043	172,768
Jumlah Liabilitas	709,183	790,547	878,555	973,70	1,076,718	1,188,095
Ekuitas						
Modal disetor	287,200	287,200	287,200	287,200	287,200	287,200
Pendapatan (Kerugian) komprehensif lainnya	27,838	30,111	32,570	35,229	38,106	41,218
Saldo laba/rugi	23,327	25,232	27,292	29,521	31,931	34,539
Jumlah ekuitas	338,364	342,542	347,062	351,950	357,237	362,956
Jumlah liabilitas dan ekuitas	,047,548	1,133,090	1,225,617	1,325,700	1,433,956	1,551,051

6. Proyeksi posisi keuangan dengan skenario optimis

Proyeksi posisi keuangan Bank Royal dengan skenario optimis tersaji dalam Tabel 4.15.

Tabel 4.15 Laporan posisi keuangan skenario optimis (dalam jutaan)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Aset						
Aset Lancar						
Kas	11,379	12,649	14,062	15,632	17,377	19,318
Penempatan pada Bank Indonesia	233,737	259,836	288,849	321,102	356,956	396,813
Penempatan pada Bank lain	3,802	4,227	4,699	5,224	5,807	6,455
Surat berharga	64,090	71,247	79,202	88,046	97,877	108,805
Tagihan atas surat berharga yg dibeli dengan	77,798	86,485	96,142	106,877	118,811	132,077

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
janji dijual kembali (reverse repo)						
Pinjaman yang diberikan dan Piutang	630,234	700,606	778,835	865,799	962,473	1,069,943
Cadangan kerugian penurunan nilai aset keuangan	(5,609)	(6,236)	(6,932)	(7,706)	(8,566)	(9,523)
Total aset lancar	1,015,431	1,128,814	1,254,856	1,394,973	1,550,734	1,723,888
Aset tetap						
Aset tidak berwujud	694	771	858	953	1,060	1,178
Akumulasi amortisasi	(657.23)	(730.62)	(812.20)	(902.89)	(1,003.71)	(1,115.78)
Aset tetap dan Inventaris	48,012	53,373	59,332	65,957	73,322	81,509
Akumulasi penyusutan	(10,998)	(12,226)	(13,591)	(15,109)	(16,796)	(18,672)
Aset non produktif	14,854	16,512	18,356	20,405	22,684	25,217
Aset pajak tangguhan	1,627	1,809	2,010	2,235	2,485	2,762
Aset lainnya	7,640	8,493	9,441	10,495	11,667	12,970
Total aset tetap	61,170	68,000	75,593	84,034	93,417	103,848
Total aset	1,076,602	1,196,814	1,330,450	1,479,007	1,644,151	1,827,736
Liabilitas						
Simpanan nasabah	687,090	763,810	849,096	943,906	1,049,302	1,166,46
Pinjaman dari Bank lain	3,668	4,078	4,533	5,040	5,602	6,228
Liabilitas pajak Tangguhan	-	-	-	-	-	-
Liabilitas lainnya	13,991	15,554	17,290	19,221	21,367	23,753
EFN	32,069	67,718	107,348	151,403	200,377	254,819
Jumlah Liabilitas	736,818	851,159	978,268	1,119,569	1,276,648	1,451,266
Ekuitas						
Modal disetor	287,200	287,200	287,200	287,20	287,200	287,200
Pendapatan (Kerugian)	28,610	31,804	35,355	39,303	43,692	48,570

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
komprehensi f lainnya						
Saldo laba/rugi	23,974	26,651	29,626	32,935	36,612	40,700
Jumlah ekuitas	339,783	345,655	352,182	359,438	367,504	376,470
Jumlah liabilitas dan ekuitas	1,076,602	1,196,814	1,330,450	1,479,007	1,644,151	1,827,736

4.4.4 Memproyeksi FCFE

Proyeksi *free cash flow to equity*, adalah dengan memproyeksikan aliran kas yang tersedia untuk pemegang saham biasa perusahaan untuk dikembalikan kepada pemegang saham setelah dikurangi semua pengeluaran, *reinvestment* dan pembayaran utang. Penentuan FCFE dilakukan dengan menggunakan formula berikut:

$$\text{FCFE} = \text{Net income} - (\text{capex} - \text{depreciation}) - (\text{change in non cash working capital}) + (\text{new debt issued} - \text{debt repayment})$$

Dari hasil pengolahan formula tersebut, maka proyeksi FCFE untuk masing-masing skenario pesimis, moderat dan optimis Bank Royal tahun 2019 - 2023 serta tahun 2024 untuk tahun terminal.

1. Proyeksi FCFE dengan skenario pesimis

Proyeksi FCFE Bank Royal dengan skenario pesimis tersaji dalam Tabel 4.16.

Tabel 4.16 Proyeksi FCFE dengan skenario pesimis (jutaan)

Uraian	Proyeksi					
	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<i>Net Income (NI)</i>	5,494	5,777	6,076	6,390	6,720	7,067
<i>(+) Capex</i>	2,843	2,989	3,144	3,306	3,477	3,657
<i>(-) Depresiasi</i>	(511)	(537)	(565)	(594)	(625)	(657)
<i>Capex - depresiasi</i>	2,332	2,452	2,579	2,712	2,852	2,999
<i>(-) Δ Non cash WC</i>	8,925	9,386	9,871	10,381	10,917	11,481
<i>(+) Net debt issue</i>	14,837	15,603	16,409	17,257	18,148	19,086
FCFE	9,073	9,542	10,035	10,554	11,099	11,672

2. Proyeksi FCFE dengan skenario moderat

Proyeksi FCFE Bank Royal dengan skenario moderat tersaji dalam Tabel

4.17

Tabel 4.17 Proyeksi FCFE dengan skenario moderat (dalam jutaan)

Uraian	Proyeksi					
	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<i>Net Income (NI)</i>	9,417	10,186	11,018	11,918	12,891	13,944
<i>(+) Capex</i>	4,493	4,860	5,257	5,687	6,151	6,653
<i>(-) Depresiasi</i>	(808)	(874)	(945)	(1,022)	(1,106)	(1,196)
<i>Capex - depresiasi</i>	3,685	3,986	4,312	4,664	5,045	5,457
<i>(-) Δ Non cash WC</i>	14,108	15,260	16,507	17,855	19,312	20,890
<i>(+) Net debt issue</i>	23,453	25,368	27,439	29,680	32,103	34,725
FCFE	15,076	16,307	17,639	19,079	20,637	22,322

3. Proyeksi FCFE dengan skenario optimis

Proyeksi FCFE Bank Royal dengan skenario optimis tersaji dalam Tabel

4.18.

Tabel 4.18 Proyeksi FCFE dengan skenario optimis (dalam jutaan)

Uraian	Proyeksi					
	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<i>Net Income (NI)</i>	9,678	10,759	11,961	13,296	14,781	16,431
<i>(+) Capex</i>	6,144	6,830	7,593	8,441	9,383	10,431
<i>(-) Depresiasi</i>	(1,105)	(1,228)	(1,365)	(1,518)	(1,687)	(1,875)
<i>Capex - depresiasi</i>	5,039	5,602	6,228	6,923	7,696	8,555
<i>(-) Δ Non cash WC</i>	19,291	21,446	23,840	26,502	29,461	32,751
<i>(+) Net debt issue</i>	32,069	35,649	39,630	44,055	48,974	54,442
FCFE	17,416	19,361	21,523	23,926	26,597	29,567

4.4.5 Melakukan estimasi *cost of equity*

Cost of equity (biaya modal) diestimasi dengan menggunakan metode *Capital Assets*

Pricing Model (CAPM) dengan formula berikut:

$$C_{et} = r_{ft} + [E(r_m) - r_{ft}] \times \text{beta}$$

Keterangan:

- C_{et} = biaya modal
 r_{ft} = tingkat suku bunga bebas risiko
 $[E(r_m) - r_{ft}]$ = total *equity risk premium*
 beta = risiko sistematis

Hasil perhitungan dengan formula tersebut dihasilkan biaya modal (*cost of equity*)

14,28 persen, dengan perhitungan berikut:

$$\begin{aligned} \text{Biaya Modal} &= 6,46\% + (8,60\% \times 0,73) \\ &= 12,75\% \end{aligned}$$

Sumber perhitungan adalah:

- r_{ft} = *government bond yield* dengan tenor 5 tahun = 6,46%
 $[E(r_m) - r_{ft}]$ = *equity risk premium* yang dikeluarkan Damodaran Januari 2019 untuk Indonesia sebesar 8,60%
 Beta = rata-rata beta industri perbankan = 0,73

4.4.6 Menentukan *terminal value*

Dalam menentukan nilai terminal Bank Royal menggunakan *constans growth*

dengan tiga skenario yaitu skenario pesimis, skenario moderat dan skenario optimis

sebagaimana penjelasan sebelumnya. Adapun perhitungan *cash flow to equity* setelah tahun akhir periode proyeksi yaitu tahun 2024 dari tiga skenario sampai tahun tak terhingga dengan menggunakan formula Damodaran (2012, 306):

$$Terminal\ Value = \frac{CF_{n+1}}{r - Stable\ Growth}$$

Perhitungan *terminal value* dari ketiga skenario tersebut dapat dijelaskan dalam Tabel 4.19.

Tabel 4.19 Perhitungan *terminal value* dengan tiga skenario

Pertumbuhan	CF_{n+1} (jutaan Rp)	r (%)	<i>Stable Growth</i> (%)	TV (%)	<i>Terminal Value</i> (jutaan Rp)
Pesimis	11,672	12.75%	5.17%	7.58%	153,981
Moderat	22,322	12.75%	8.17%	4.58%	487,362
Optimis	29,567	12.75%	11.17%	1.58%	1,871,076

4.4.7 Melakukan estimasi nilai ekuitas

Langkah akhir dari estimasi nilai ekuitas Bank Royal dengan tiga skenario yaitu skenario pesimis, skenario moderat dan skenario optimis menggunakan model *Free Cash Flow to Equity* (FCFE) dengan menjumlahkan nilai kini (*present value*) FCFE Bank Royal yang telah didiskonto dengan *cost of equity* selama lima tahun proyeksi ditambah dengan nilai akhir atau *terminal value* pada tahun 2024 yang telah didiskonto oleh *cost of equity* dikurangi dengan pertumbuhan konstan (*cost of equity – stable growth*), hasilnya merupakan nilai saham Bank Royal. Perhitungan nilai saham Bank Royal dengan tiga skenario tersebut.

1. Estimasi nilai ekuitas dengan skenario pesimis

Estimasi nilai ekuitas Bank Royal dengan skenario pesimis tersaji dalam

Tabel 4.20

Tabel 4.20 Estimasi nilai ekuitas skenario pesimis (dalam jutaan)

Uraian	Proyeksi					
	2019	2020	2021	2022	2023	2024
FCFE	9,073	9,542	10,035	10,554	11,099	11,672
Diskon faktor	0.8869	0.7867	0.6977	0.6189	0.5489	
<i>Present value</i> FCFE	8,048	7,507	7,002	6,531	6,092	
<i>Terminal value</i>					153,981	
<i>Present value</i> <i>terminal value</i>					84,520	
Estimasi nilai ekuitas	119,699					

2. Estimasi nilai ekuitas dengan skenario moderat

Estimasi nilai ekuitas Bank Royal dengan skenario moderat tersaji dalam

Tabel 4.21

Tabel 4.21 Estimasi nilai ekuitas skenario moderat (dalam jutaan)

Uraian	Proyeksi					
	2019	2020	2021	2022	2023	2024
FCFE	15,076	16,307	17,639	19,079	20,637	22,322
Diskon faktor	0.8869	0.7867	0.6977	0.6189	0.5489	
<i>Present value</i> FCFE	13,372	12,828	12,307	11,807	11,328	
<i>Terminal value</i>					487,362	
<i>Present value</i> <i>terminal value</i>					267,512	
Estimasi nilai ekuitas	329,154					

3. Estimasi nilai ekuitas dengan skenario optimis

Estimasi nilai ekuitas Bank Royal dengan skenario optimis tersaji dalam

Tabel 4.22.

Tabel 4.22 Estimasi nilai ekuitas skenario optimis (dalam jutaan)

Uraian	Proyeksi					
	2019	2020	2021	2022	2023	2024
FCFE	17,416	19,361	21,523	23,926	26,597	29,567
Diskon faktor	0.8869	0.7867	0.6977	0.6189	0.5489	
<i>Present value</i> FCFE	15,447	15,231	15,017	14,807	14,599	
<i>Teminal value</i>					1,871,076	
<i>Present`value</i> <i>terminal value</i>					1,027,030	
Estimasi nilai ekuitas	1,102,131					

Berdasarkan perhitungan tersebut, maka didapatkan estimasi nilai ekuitas dengan tiga skenario tersebut , seperti dalam Tabel 4.23.

Tabel 4.23 Ringkasan hasil estimasi nilai ekuitas Bank Royal dengan tiga skenario

Skenario	Estimasi Nilai Ekuitas (jutaan)
Pesimis	119,699
Moderat	329,154
Optimis	1,102,131

4.5 Metode *Relative Valuation*

Dalam penilaian saham dengan menggunakan metoda *relative valuation* dilakukan dengan cara *multiple* (faktor pengali) dengan perusahaan pembanding. Perusahaan pembanding tersebut diambil dari perusahaan yang bergerak dalam industri perbankan yaitu rasio *Price Earning Ratio* (PER), *Price to Book Value* (PBV) dan *Price to Sales* (P/S). Adapun model faktor pengali (*multiple*) yang digunakan dalam penelitian ini adalah rasio *Price to Book Value* (PBV), sedangkan model *Price to Sales* (P/S) tidak digunakan dalam penilaian perusahaan jasa keuangan. Dalam penelitian ini model *Price Earning Ratio* (PER) juga tidak digunakan karena *earning* yang dihasilkan kecil, sedangkan nilai sahamnya tinggi, sehingga

dianggap *oulier*. Menurut Damodaran (2012, 600) *sales* atau *revenue* tidak dapat diukur dengan tepat untuk perusahaan jasa keuangan.

4.5.1 Price to Book Value (PBV)

Price to Book Value (PBV) adalah perhitungan atau perbandingan antara *market value* dengan *book value* atas suatu saham. Dengan rasio PBV ini, investor dapat mengetahui langsung sudah berapa kali *market value* suatu saham dihargai dari *book value*-nya. Rasio ini dapat memberikan gambaran potensi pergerakan harga suatu saham, sehingga dari gambaran tersebut, secara tidak langsung rasio PBV ini juga memberikan pengaruh terhadap harga saham. Dari perhitungan diperoleh rata-rata *Price to Book Value* (PBV) perusahaan pembanding sebesar 0,58. Berikut perhitungan *Price to Book Value* (PBV) sebagaimana pada Tabel 4.24

Tabel 4.24 Perhitungan PBV perusahaan pembanding

Perusahaan	Kode Emiten	PBV
Bank Rakyat Indonesia Agroniaga Tbk.	AGRO	2.38
Bank Mestika Dharma Tbk.	BBMD	1.81
Bank Yudha Bhakti Tbk.	BBYB	2.41
Bank Pembangunan Daerah Jawa Barat dan Banten	BJBR	2.04
Bank Mega Tbk.	MEGA	1.96
Rata - Rata		2.12

Sumber: Laporan keuangan perusahaan pembanding, diolah 2020

4.5.2 Mengestimasi nilai wajar ekuitas

Setelah diperoleh angka pengali (*multiple*), langkah akhir dari pendekatan pasar (*relative valuation*) dengan *Price to Book Value* (PBV) adalah dengan cara mengalikan faktor pengali (*multiple*) dengan ekuitas Bank Royal. Berdasarkan perhitungan tersebut didapatkan nilai ekuitas dengan metode *relative valuation* menggunakan faktor pengali dari rata-rata PBV perusahaan pembanding sebesar

2,12 sebesar Rp709,143,629,779 Berikut hasil perhitungan estimasi nilai wajar Bank Royal dengan metode *relative valuation* menggunakan faktor pengali PBV disajikan dalam Tabel 4.25

Tabel 4.25 Estimasi nilai wajar ekuitas Bank Royal

Faktor Pengali	Rata-rata Pengali	Laba per Lembar Saham	Nilai Buku per Lembar Saham	Estimasi Nilai Saham	Jumlah Saham	Nilai Ekuitas
PBV	2.12	298	116,470	246,916	2,872,000	709,143,629,779

4.6 Rekonsiliasi Nilai

Rekonsiliasi nilai dilakukan untuk mendapatkan indikasi nilai dari perhitungan dengan metode yang berbeda yaitu metode *Free Cash Flow to Equity* (FCFE) dan *relative valuation*. Penelitian untuk mengestimasi nilai wajar saham Bank Royal dalam rangka akuisi oleh BCA dengan metode FCFE dilakukan dengan tiga skenario, yaitu skenario pesimis, skenario moderat dan skenario optimis. Dalam penelitian ini rekonsiliasi nilai dilakukan sebanyak tiga kali sesuai dengan skenario, untuk mendapatkan estimasi nilai dari masing-masing skenario, untuk selanjutnya nilai yang dihasilkan dari rekonsiliasi masing masing skenario adalah menjadi estimasi nilai dengan rentang antara skenario pesimis sampai dengan skenario optimis. Rekonsiliasi nilai dimulai dengan melakukan pembobotan terhadap indikasi nilai dari masing-masing metode penilaian. Menurut DiGabriele dan Riley (2018) rekonsiliasi dilakukan untuk menentukan nilai akhir, yang digunakan hanya pendekatan pendapatan (dalam penelitian ini menggunakan FCFE) dan pendekatan pasar (*relative valuation*), pembobotan lebih tinggi pendekatan pendapatan, karena dianggap sebagai pendekatan utama yang besarnya pembobotan masing-masing dalam prakteknya berdasarkan pengalaman dan pelatihan dari penilainya.

Pembobotan masing-masing untuk metode FCFE dengan tiga skenario dan pembobotan dengan metode *relative valuation*, dapat dilihat pada Tabel 4.26

Tabel 4.26 Pembobotan rekonsiliasi nilai wajar Bank Royal

Metode	Skenario		
	Pesimis (%)	Moderat (%)	Optimis (%)
FCFE	60	60	60
Relative valuation	40	40	40
Total	100	100	100

Setelah dilakukan pembobotan, selanjutnya perhitungan rekonsiliasi indikasi nilai wajar ekuitas Bank Royal dalam rangka akuisisi oleh BCA tahun 2019, dengan tiga skenario dari FCFE dan *relative valuation* dilakukan.

4.6.1 Rekonsiliasi nilai dengan skenario pesimis

Hasil estimasi nilai ekuitas dari metode FCFE dengan tingkat pertumbuhan 5,17 persen, dengan asumsi setelah akuisi dibutuhkan penyesuaian operasi, tata kelola, struktur organisasi dan kebijakan baru yang berdampak kepada pasar, sehingga untuk sementara Bank Royal akan mengalami penurunan *lending* maupun *funding*, sehingga mengalami penurunan kredit dan Dana Pihak Ketiga (DPK) cukup signifikan. Estimasi hasil perhitungan nilai wajar Bank Royal melalui rekonsiliasi nilai dengan pembobotan tersaji dalam Tabel 4.27

Tabel 4.27 Rekonsiliasi indikasi nilai wajar Bank Royal skenario pesimis

Metode	Pembobotan	Estimasi Nilai	Indikasi nilai
<i>Free Cash Flow to Equity</i> (FCFE)	60%	119,699,060,589	71,819,436,353
<i>Relative valuation</i>	40%	709,143,629,779	283,657,451,912
Indikasi nilai wajar saham Bank Royal			355,476,888,265

Hasil rekonsiliasi tersebut didapatkan indikasi nilai wajar saham Bank Royal dengan skenario pesimis sebesar Rp355,476,888,265

4.6.2 Rekonsiliasi nilai dengan skenario moderat

Hasil estimasi nilai ekuitas dari metode FCFE dengan tingkat pertumbuhan 8,17 persen Estimasi tingkat pertumbuhan moderat diasumsikan bahwa bisnis tumbuh normal sesuai sebelum akuisisi. Estimasi hasil perhitungan nilai wajar Bank Royal melalui rekonsiliasi nilai dengan pembobotan tersaji dalam Tabel 4.28

Tabel 4.28 Rekonsiliasi indikasi nilai wajar Bank Royal skenario moderat

Metode	Pembobotan	Estimasi Nilai	Indikasi nilai
<i>Free Cash Flow to Equity</i> (FCFE)	60%	329,153,910,089	197,492,346,053
<i>Relative valuation</i>	40%	709,143,629,779	283,657,451,912
Indikasi nilai wajar saham Bank Royal			481,149,797,965

Hasil rekonsiliasi tersebut didapatkan indikasi nilai wajar saham Bank Royal dengan skenario moderat sebesar Rp481,149,797,965

4.6.3 Rekonsiliasi nilai dengan skenario optimis

Hasil estimasi nilai ekuitas dari metode FCFE dengan tingkat pertumbuhan 11,17 persen diasumsikan bahwa bisnis yang berjalan akan menjadi entitas anak dari BCA dan Bank Royal akan memasuki fase baru dengan bertransformasi menjadi bank digital dengan struktur permodalan bank yang sehat sehingga mampu untuk menjalankan proses digitalisasi bisnis bank. Dengan melakukan perubahan anggaran dasar dan peningkatan modal disetor serta *brand image* BCA akan mampu menaikkan tingkat pertumbuhan. Estimasi hasil perhitungan nilai wajar Bank Royal melalui rekonsiliasi nilai dengan pembobotan tersaji dalam Tabel 4.29

Tabel 4.29 Rekonsiliasi indikasi nilai wajar Bank Royal skenario optimis

Metode	Pembobotan	Estimasi Nilai	Indikasi nilai
<i>Free Cash Flow to Equity</i> (FCFE)	60%	1,102,130,625,844	661,278,375,506
<i>Relative valuation</i>	40%	709,143,629,779	283,657,451,912
Indikasi nilai wajar saham Bank Royal			944,935,827,418

Hasil rekonsiliasi tersebut didapatkan indikasi nilai wajar saham Bank Royal
dengan skenario optimis sebesar Rp944,935,827,418

BAB V

SIMPULAN

5.1 Simpulan

Hasil analisis dan perhitungan yang telah dilakukan, maka dapat disimpulkan sebagai berikut.

1. Hasil perhitungan mengenai estimasi nilai wajar saham Bank Royal dengan menggunakan dua metode menghasilkan nilai wajar pada kisaran atau rentang Rp355,476,888,265 – Rp944,935,827,418.
2. Nilai akuisi Bank Royal dengan nilai 1.007.000.000.000 bila dibandingkan dengan hasil penelitian, maka nilai akuisisi tersebut ada indikasi *overvalued*

5.2 Keterbatasan Penelitian

Penulis menyadari bahwa penelitian ini memiliki banyak keterbatasan dan masih jauh dari sempurna. Dalam penelitian ini akan ditemukan kekurangan dan keterbatasan sehingga setiap pembaca mungkin memiliki penafsiran dan dugaan yang berbeda dengan penulis. Perbedaan atas keterbatasan dan kekurangan tersebut lebih banyak disebabkan antara lain sebagai berikut.

1. Metode FCFE yang digunakan sangat tergantung kepada keandalan laporan keuangan historis untuk menentukan proyeksi pertumbuhan, sehingga asumsi yang digunakan mengandung subjektivitas.
2. Metode *relative valuation* yang digunakan selain dipengaruhi oleh keadaan pasar, juga dipengaruhi oleh ketepatan dalam menentukan perusahaan pembanding yang sebanding, sehingga mengandung unsur subjektivitas

3. Penentuan besaran pembobotan berdasarkan kondisi histori, saat ini dan masa yang akan datang berdasarkan keyakinan dari penulis, sehingga asumsi asumsi yang dibangun mengandung unsur subjektivitas.

5.3 Implikasi

5.3.1 Implikasi praktis

Hasil penelitian ini diharapkan secara praktis bisa digunakan sebagai sebuah informasi atau bahan yang dapat dipertimbangkan dalam pengambilan keputusan didalam menentukan harga saham yang akan ditawarkan atau dibeli dalam rangka akuisi, dengan nilai saham yang wajar untuk perusahaan yang mempunyai karakter dan jenis yang identik atau hampir mendekati sama. Bagi pemangku kebijakan atau regulator yang membidani perbankan maupun pasar modal, penelitian yang dihasilkan ini dapat memberikan informasi tambahan dalam rangka membuat kebijakan atau aturan yang dapat melindungi emiten saat menentukan nilai wajar saham dalam rangka akuisisi.

5.3.2 Rekomendasi

Dengan hasil penelitian ini diharapkan bisa menjadi rujukan bagi peneliti peniliti yang akan datang dan berpijak pada keterbatasan penelitian, maka agenda penelitian mendatang dapat menambahkan metode yang lain untuk mengestimasi nilai wajar saham dalam rangka akuisisi, dan mengembangkan variabel yang lain untuk dapat menentukan asumsi penilaian, sehingga unsur subjektivitas dalam membangun asumsi dapat lebih mendekati keadaan sebenarnya.

Daftar Pustaka

- Abidin Zainal A. 2015. "Analisis Saham PT. Indosat Tbk Terkait Rencana Buy Back Pemerintah." *Jurnal MIX* V(Feb): 144–60.
- Aggelopoulos, Eleftherios. 2017. "Understanding Bank Valuation: An Application of the Equity Cash Flow and the Residual Income Approach in Bank Financial Accounting Statements." *Open Journal of Accounting* 06(01): 1–10.
- Arikunto, Suharsimi. 2010. *Prosedur Penelitian Suatu Pendekatan Praktik*. ed. PT Rineka Cipta. Jakarta.
- Astuti, Lestari Puji. 2013. "Penilaian Harga Wajar Saham PT. Kimia Farma (Persero) Tbk Menjelang Akuisisi." *Jurnal MIX* III(Juni): 146–59.
- Aydin, Nurhan. 2017. "Mergers and Acquisitions: A Review of Valuation Methods." *International Journal of Business and Social Science* 8(5): 147–51.
- Brigham, Eugene F and Ehrhardt. 2005. *Financial Management: Theory And Practice*. eleventh. ed. Thomson South-Western Ohio. United States of America.
- Cahyadi, Hadi. 2014. "Penilaian Harga Wajar Saham Pada Bank ABC Dengan Menggunakan Pendekatan Pasar (Metode Perusahaan Pembanding Dan Metode Transaksi Sebelumnya)." *Jurnal Akuntansi* XVIII(01): 130–40.
- Damodaran, Aswath. 2012. *Investment Valuation University Edition, Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. Third. ed. Wiley Finance Series.
- DiGabriele, James A., and Richard A. Riley. 2018. "Scratchpad: A Private Company Business Valuation Case." *Journal of Forensic Accounting Research* 3(1): A16–36.
- Epstein, Barry J dan Eva K Jermakowicz. 2010. *Interpretation and Application of International Financial Reporting Standards*. 7th ed. ed. WILEY.
- Fiordelisi, Franco, and Phil Molyneux. 2010. "The Determinants of Shareholder Value in European Banking." *Journal of Banking and Finance* 34(6): 1189–1200.
- Gardner, John C, Carl B McGowan, and Susan E Moeller. 2012. "Valuing Coca-Cola Using The Free Cash Corporate Financial Management And Stock Valuation." 10(11): 629–36.
- Hanafi. 2017. *Manajemen Keuangan*. 2nd ed. Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta.
- Heri Sukendar. 2012. "Konsep Nilai Wajar (Fair Value) Dalam Standar Akuntansi Berbasis IFRS Di Indonesia Apa Dan Bagaimana?" *Binus Business Review* 3(1): 93–106.

- <https://www.cnbcindonesia.com/>. 2019. “Akuisisi Direstui, BCA ‘Sulap’ Bank Royal Jadi Digital Bank.”
- Husnan, Suad. 2015. *Dasar-Dasar Teori Portofolio Dan Analisis Sekuritas*. Kelima. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.
- Hutapea, ecryna cyntia. 2015. “Analisis Valuasi Nilai Wajar Saham Pt. Adaro Energy Tbk Menggunakan Metode.” 5(2): 240–70.
- Indonesia, MAPPI (Masyarakat Profesi Penilai). 2018. *Kode Etik Penilai Indonesia Dan Standar Penilaian Indonesia*. VII. Komite Penyusun Standar Penilaian Indonesia.
- Indonesia, Ikatan Akuntan 2004. *Standar Akuntansi Keuangan PSAK No. 17*. Jakarta: Salembat Empat.
- Indonesia, Kementrian Keuangan Republik Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan. *Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal Dan Lembaga Keuangan Nomor KEP-196/BL/2012 Tentang Pedoman Penilaian Dan Penyajian Laporan Penilaian Usaha Di Pasar Modal*.
- Indonesia, Republik. *Peraturan Pemerintah Republik Indonesia Nomor 27 Tahun 1998 Tentang Penggabungan, Peleburan Dan Pengambilalihan Perseroan Terbatas*.
- Informasi, Keterbukaan. 2019. “No Title.” *BCA*. [ashxhttps://www.bca.co.id/~media/files/report/rups/20190422keterbukaan-informasi-akuisisi-in.ashx](https://www.bca.co.id/~media/files/report/rups/20190422keterbukaan-informasi-akuisisi-in.ashx).
- MAPPI (Masyarakat Profesi Penilai Indonesia). 2018. *Kode Etik Penilai Indonesia Dan Standar Penilaian Indonesia*. Indonesia.
- Procházka, David. 2011. “The Role of Fair Value Measurement in the Recent Financial Crunch.” *Prague Economic Papers* (1): 77–88.
- Rady, Alaa, Hakim Meshreki, Ayman Ismail, and Laura Núñez. 2019. “Variations in Valuation Methodologies and the Cost of Capital: Evidence from MENA Countries.” *Emerging Markets Finance and Trade* 55(9): 2106–23.
- Ross, Stephen A, Randolph W Westerfield, and Jeffrey F Jaffe. 2002. “Capital Market Theory: An Overview. Corporate Finance.”
- Sheane. 2018. “Penilaian Nilai Wajar Saham PT Ciputra Development Tbk.” *Jurnal Manajemen Bisnis dan kewirausahaan* 02(3): 54–63.
- Subramanyam, K.R. 2017. *Analisis Laporan Keuangan (Finacial Statement Analysis)*. 11th, Buku 2 ed. ed. Ja. Indonesia: Salemba Empat.
- Wibisana, M Yusuf. 2009. “Dengan Fair Value, Laporan Keuangan Lebih Transparan.” *Majalah Akuntan Indonesia*: 22–23.

**PT Bank Royal Indonesia
Laporan Posisi Keuangan
31 Desember 2014-2018**

Uraian	2014	2015	2016	2017	2018
ASET					
Kas	6.681.155.375	8.515.728.111	8.903.731.746	7.839.328.205	10.235.808.512
Giro Pada Bank Indonesia	35.793.984.563	39.426.006.203	40.263.685.242	43.278.722.172	39.206.816.479
Giro pada Bank lain	2.217.944.730				
- Pihak ketiga		2.716.001.071	2.001.902.163	3.155.013.638	3.420.518.607
Penempatan pada Bank Indonesia dan Bank Lain					
- Pihak ketiga	77.287.657.415	49.381.952.696	23.592.355.681	20.196.163.874	171.052.722.172
Dikurangi Cadangan Kerugian Penurunan Nilai					
- Pihak ketiga	56.247.873.555	118.045.947.279	87.740.761.753	166.675.259.419	57.652.839.062
Dikurangi Cadangan Kerugian Penurunan Nilai	56.247.873.555	118.045.947.279	87.740.761.753	166.675.259.419	57.652.839.062
Efek-efek Yng dibeli dengan janji Dijual Kembali					
- Pihak ketiga			71.899.350.502	57.660.602.729	69.983.656.184
Pinjaman yang Diberikan					
- Pihak Berelasi	4.721.030.794	435.476.925	378.104.163	325.028.291	876.584.760
- Pihak ketiga	430.908.185.019	466.776.869.361	564.685.044.087	574.221.722.990	566.054.553.526
Jumlah Pinjaman yang diberikan	435.629.215.813	467.212.346.286	565.063.148.250	574.546.751.281	566.931.138.286
Dikurangi Cadangan Kerugian Penurunan Nilai	(65.303.553)	(191.087.690)	(1.040.650.426)	(19.106.690.574)	(5.045.882.332)
	435.563.912.260	467.021.258.596	564.022.497.824	555.440.060.707	561.885.255.954

Uraian	2014	2015	2016	2017	2018
Aset Tetap	17.934.158.745	41.889.543.130	42.042.818.230	42.569.485.160	43.189.142.610
Dikurangi Akumulasi Penyusutan	(8.970.124.617)	(7.586.063.583)	(8.600.291.768)	(9.211.556.035)	(9.893.491.099)
	8.964.034.128	34.303.479.547	33.442.526.462	33.357.929.125	33.295.651.511
Aset tidak Berwujud	240.791.408	342.870.163	624.218.318	624.218.318	624.218.318
Dikurangi Akumulasi Amortisasi			(390.652.735)	(499.957.315)	(591.218.318)
	240.791.408	342.870.163	233.565.583	124.261.003	33.000.000
Agunan yang Diambil Alih		4.657.522.816	4.657.522.816	4.657.522.816	13.361.625.538
Dikurangi Cadangan Kerugian Penurunan Nilai			(698.628.450)	(698.628.450)	
		4.657.522.816	3.958.894.366	3.958.894.366	13.361.625.538
Aset Pajak Tangguhan				4.570.799.747	1.463.481.086
Aset Lain-lain	7.016.399.491	8.419.926.332	7.638.901.587	6.955.752.504	6.872.277.058
JUMLAH ASET	630.013.752.925	732.830.692.814	843.698.172.909	903.212.787.489	968.463.652.163

LIABILITAS DAN EKUITAS

LIABILITAS

Liabilitas Segera	481.435	72.657.785	79.598.775	92.713.718	
Simpanan segera					
- Pihak Berelasi	122.343.409.892	46.268.294.159	104.954.802.307	68.986.347.699	89.982.394.037
- Pihak Ketiga	348.351.238.734	482.110.373.248	529.224.224.166	538.703.282.271	528.093.575.323
	470.694.648.626	528.378.667.407	634.179.026.473	607.689.629.970	618.075.969.360

LIABILITAS

Simpanan dari Bank Lain					
- Pihak Ketiga	4.500.000.000		240.675.724	550.000.000	3.300.000.000
Kewajiban Pajak Tangguhan	1.191.238.748	389.029.145			

Uraian	2014	2015	2016	2017	2018
Utang Pajak	1.730.054.587	1.336.369.015	1.855.965.206	1.650.705.666	2.515.202.533
Liabilitas Lain-lain	21.681.092.965	8.693.820.814	9.758.444.222	10.627.338.409	10.070.768.110
JUMLAH LIABILITAS	499.797.516.361	538.870.544.166	646.113.710.400	620.610.387.763	633.961.940.003
EKUITAS					
Modal ditempatkan dan disetor penuh	100.000.000.000	137.200.000.000	137.200.000.000	187.200.000.000	287.200.000.000
Tambahan Modal Disetor				50.000.000.000	
Ekuitas lainnya					
- Revaluasi Aset Tetap			25.327.577.023	25.327.577.023	25.327.577.023
Ekuitas lainnya - Keuntungan	(425.205.326)	23.805.367.414			
(Kerugian) Aktuaria atas					
Program Manfaat Pasti			(419.818.928)	(635.172.141)	(408.355.503)
Saldo Laba	30.641.441.890	32.954.781.233	35.476.704.414	20.709.994.844	21.565.779.634
JUMLAH EKUITAS	130.216.236.564	193.960.148.647	197.584.462.509	282.602.399.726	334.501.712.160
JUMLAH KEWAJIBAN DAN EKUITAS	630.013.752.925	732.830.692.813	843.698.172.909	903.212.787.489	968.463.652.163

Laporan Laba Rugi Komprehensif Konsolidasian
PT. Bank Royal Indonesia
Untuk Tahun Yang Berakhir 31 Desember
Tahun yang Berakhir pada tanggal-tanggal 31 Desember 2014, 2015, 2016, 2017, 2018

Uraian	2014	2015	2016	2017	2018
PENDAPATAN BUNGA					
Pendapatan Bunga Kredit	47.095.002.654	58.382.626.420	65.717.981.316	62.791.351.192	58.464.191.021
Pendapatan Bunga Surat Berharga	6.445.635.981	10.132.464.183	8.204.553.895	11.235.618.584	15.362.768.853
Pendapatan Bunga Bank Lain	1.408.898.958	488.500.592	110.839.058	38.815.434	56.974.180
Beban Bunga	(24.065.220.66)	(38.994.665.534)	(40.658.809.99)	(40.440.693.938)	(37.281.315.59)
Jumlah Pendapatan Bunga Bersih	30.884.316.929	30.008.925.661	33.374.564.279	33.625.091.272	36.602.618.463
PENDAPATAN OPERASIONAL LAINNYA					
Pendapatan Operasional	340.592.874	307.008.931	214.806.989	1.789.319.097	11.602.649.782
Pendapatan Provisi dan Komisi	1.696.557.230	1.812.855.988	1.780.745.811	1.811.108.186	1.419.286.546
Jumlah Pendapatan Operasional Lainnya	2.037.150.104	2.119.864.919	1.995.552.800	3.600.427.283	13.021.936.328
Pembentukan Cadangan Kerugian Penurunan Nilai					
Aset Produktif	76.764.828	388.022.374	1.211.679.116	21.340.803.955	4.154.372.084
Aset Non Produktif			(698.628.450)		
Jumlah Pembentukan Cadangan Kerugian Penurunan Nilai	76.764.828	388.022.374	1.910.307.566	21.340.803.955	4.154.372.084
BEBAN OPERASIONAL					
Beban Pemeliharaan, Perbaikan dan Penyusutan	2.105.494.863	2.121.590.667	2.157.896.776	2.344.153.584	2.338.264.127
Beban Umum dan Administrasi	(7.956.266.544)	(9.266.505.113)	(9.633.664.515)	(11.249.855.103)	(15.265.432.601)
Beban Tenaga Kerja	(14.655.055.610)	(16.537.895.877)	(17.618.966.362)	(18.951.468.057)	(21.607.549.622)
Beban Imbalan Hasil Manfaat Karyawan	(858.810.802)	(1.134.940.975)	(1.284.244.473)	(1.274.354.753)	(1.375.208.381)
Jumlah Beban Operasional Lainnya	(25.575.627.819)	(29.060.932.632)	(30.694.772.126)	(33.819.831.497)	(40.586.454.731)

Uraian	2014	2015	2016	2017	2018
LABA (RUGI) OPERASIONAL	7.269.074.386	2.679.835.574	2.765.037.387	- 17.935.116.897	4.883.727.976
PENDAPATAN(BEBAN) BUKAN OPERASIONAL					
Pendapatan Bukan Operasional	27.919.620	266.155.979	350.071.479	109.471.816	2.520.288
Beban Bukan Operasional	(331.943.329)	(60.991.205)	(62.841.517)	(84.353.157)	(7.737.457)
Jumlah Pendapatan (Beban) Bukan Operasional	(304.023.709)	205.164.774	287.229.962	25.118.659	(5.217.169)
LABA SEBELUM PAJAK	6.965.050.677	2.885.000.348	3.052.267.349	(17.909.998.238)	4.878.510.807
BEBAN PAJAK					
Pajak Kini	(1.770.087.495)	(1.004.869.180)	(1.049.494.483)	(1.223.668.637)	(1.263.249.904)
Manfaat (Beban) Pajak Tangguhan	(684.071.922)	433.208.175	519.150.316	4.366.957.305	(2.759.476.113)
Beban Pajak Penghasilan-Bersih	(2.454.159.417)	(571.661.005)	(530.344.167)	3.143.288.668	(4.022.726.017)
LABA TAHUN BERJALAN	4.510.891.260	2.313.339.343	2.521.923.182	(14.766.709.570)	855.784.790
PENDAPATAN (BEBAN) KOMPREHENSIF LAIN					
Pos yang tidak direklasifikasi ke Laba Rugi					
Pengukuran Liabilitas Imbalan Kerja	183.219.153	(1.476.711)	1.483.187.573	(659.871.377)	1.391.379.192
Pajak Tangguhan Terkait Pengukuran Liabilitas Imbalan Kerja	(45.804.788)	369.001.428	(370.796.893)	444.518.164	(347.842.548)
Pos yang akan direklasifikasi ke laba rugi					
Keuntungan aset keuangan yang tersedia untuk dijual		10.000.000			
Keuntungan Revaluasi Aset Tetap		26.110.904.147			
Pajak Terkait Revaluasi Aset		(788.327.124)			
Jumlah Pendapatan Komprehensif lain	137.414.365	25.700.101.740	1.112.390.680	(215.353.213)	1.043.536.644
JUMLAH LABA KOMPREHENSIF TAHUN BERJALAN	4.648.305.625	28.013.441.083	3.634.313.862	(14.982.062.783)	1.899.321.434

Estimasi Tingkat Pertumbuhan
PT. Bank Royal Indonesia
Skenario Pesimis, Optimis dan Moderat

Tahun	Tahun ke	Penjualan Bersih	Growth
2014	1	54.949.537.593	
2015	2	69.003.591.195	25,58%
2016	3	74.033.374.269	7,29%
2017	4	74.065.785.210	0,04%
2018	5	73.883.934.054	-0,25%
Rata-Rata Aritmatik			8,17%
Rata-rata Geometrik			7,68%
Logest			6,85%
Rata-Rata Aritmatik			8,17%
Pertumbuhan Pesimis (-3%)			5,17%
Pertumbuhan Moderat			8,17%
Pertumbuhan Pesimis (+3%)			11,17%

Proyeksi Laporan Laba Rugi Skenario Pesimis
PT Bank Royal Indonesia
Tahun yang Berakhir pada tanggal-tanggal 31 Desember 2019, 2020, 2021, 2022, 2023, 2024

Uraian	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Pendapatan dan beban Operasional						
Pendapatan bunga	57,788,190,116	60,773,485,332	63,912,998,693	67,214,696,996	70,686,958,594	74,338,594,662
Beban bunga	(25,308,412,188)	(26,615,826,067)	(27,990,779,982)	(29,436,763,000)	(30,957,444,433)	(32,556,683,145)
Pendapatan operasional lainnya	2,142,387,774	2,253,061,944	2,369,453,459	2,491,857,675	2,620,585,202	2,755,962,697
Beban operasional lainnya	(26,977,576,303)	(28,371,217,967)	(29,836,854,131)	(31,378,203,976)	(32,999,178,816)	(34,703,892,019)
Pendapatan operasional neto	7,644,589,399	8,039,503,241	8,454,818,040	8,891,587,695	9,350,920,547	9,833,982,196
Pendapatan (beban) bukan operasional	(319,729,349)	(336,246,331)	(353,616,568)	(371,884,139)	(391,095,399)	(411,299,098)
Laba sebelum pajak penghasilan	7,324,860,050	7,703,256,910	8,101,201,472	8,519,703,556	8,959,825,148	9,422,683,097
Beban pajak penghasilan	(1,831,215,013)	(1,925,814,227)	(2,025,300,368)	(2,129,925,889)	(2,239,956,287)	(2,355,670,774)
Laba bersih	5,493,645,038	5,777,442,682	6,075,901,104	6,389,777,667	6,719,868,861	7,067,012,323
Penghasilan (beban) komprehensif lain setelah pajak	144,513,090	151,978,529	159,829,628	168,086,308	176,769,523	185,901,306
Jumlah Laba komprehensif	5,638,158,127	5,929,421,211	6,235,730,731	6,557,863,975	6,896,638,384	7,252,913,629
Laba yang dapat didistribusikan kepada						
- Pemilik	5,493,645,038	5,777,442,682	6,075,901,104	6,389,777,667	6,719,868,861	7,067,012,323
Laba komprehensif yang dapat didistribusikan kepada:						
-Pemilik	5,638,158,127	5,929,421,211	6,235,730,731	6,557,863,975	6,896,638,384	7,252,913,629

**Proyeksi Laporan Laba Rugi Skenario Moderat
PT Bank Royal Indonesia
Tahun yang Berakhir pada tanggal-tanggal 31 Desember 2019, 2020, 2021, 2022, 2023, 2024**

Uraian	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Pendapatan dan beban Operasional						
Pendapatan bunga	59,436,676,243.99	64,290,231,322.76	69,540,124,124.14	75,218,719,293.83	81,361,024,350.53	88,004,905,501.11
Beban bunga	(26,030,368,807)	(28,155,989,497)	(30,455,186,801)	(32,942,134,860)	(35,632,165,259)	(38,541,861,555)
Pendapatan operasional lainnya	2,203,502,277	2,383,438,645	2,578,068,484	2,788,591,652	3,016,305,987	3,262,615,306
Beban operasional lainnya	(27,747,148,082)	(30,012,959,699)	(32,463,795,819)	(35,114,765,406)	(37,982,211,211)	(41,083,810,523)
Pendapatan operasional neto	7,862,661,631	8,504,720,772	9,199,209,988	9,950,410,681	10,762,953,867	11,641,848,730
Pendapatan (beban) bukan operasional	(328,850,061)	(355,703,714)	(384,750,216)	(416,168,634)	(450,152,658)	(486,911,791)
Laba sebelum pajak penghasilan	7,533,811,571	8,149,017,058	8,814,459,772	9,534,242,046	10,312,801,209	11,154,936,938
Beban pajak penghasilan	1,883,452,893	2,037,254,265	2,203,614,943	2,383,560,512	2,578,200,302	2,788,734,235
Laba bersih	9,417,264,463	10,186,271,323	11,018,074,715	11,917,802,558	12,891,001,511	13,943,671,173
Penghasilan (beban) komprehensif lain setelah pajak	148,635,520.54	160,772,987.36	173,901,590.75	188,102,266.20	203,462,558.31	220,077,160.54
Jumlah Laba komprehensif	9,565,899,984	10,347,044,310	11,191,976,306	12,105,904,824	13,094,464,070	14,163,748,333
Laba yang dapat didistribusikan kepada	-	-	-	-	-	-
- Pemilik	9,417,264,463	10,186,271,323	11,018,074,715	11,917,802,558	12,891,001,511	13,943,671,173
Laba komprehensif yang dapat didistribusikan kepada:						
-Pemilik	9,565,899,984	10,347,044,310	11,191,976,306	12,105,904,824	13,094,464,070	14,163,748,333

Proyeksi Laporan Laba Rugi Skenario Optimis

PT Bank Royal Indonesia

Tahun yang Berakhir pada tanggal-tanggal 31 Desember 2019, 2020, 2021, 2022, 2023, 2024

Uraian	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Pendapatan dan beban Operasional						
Pendapatan bunga	61,085,162,372	67,905,886,481	75,488,207,607	83,917,165,108	93,287,293,778	103,703,684,094
Beban bunga	(26,752,325,427)	(29,739,470,324)	(33,060,157,613)	(36,751,630,392)	(40,855,290,295)	(45,417,161,831)
Pendapatan operasional lainnya	2,264,616,780	2,517,482,217	2,798,582,421	3,111,070,067	3,458,449,853	3,844,617,809
Beban operasional lainnya	(28,516,719,862)	(31,700,875,737)	(35,240,572,106)	(39,175,508,357)	(43,549,816,683)	(48,412,557,045)
Pendapatan operasional neto	8,080,733,863	8,983,022,637	9,986,060,309	11,101,096,427	12,340,636,654	13,718,583,027
Pendapatan (beban) bukan operasional	(337,970,772)	(375,708,339)	(417,659,654)	(464,295,223)	(516,138,084)	(573,769,681)
Laba sebelum pajak penghasilan	7,742,763,091	8,607,314,298	9,568,400,655	10,636,801,204	11,824,498,570	13,144,813,346
Beban pajak penghasilan	1,935,690,773	2,151,828,575	2,392,100,164	2,659,200,301	2,956,124,642	3,286,203,336
Laba bersih	9,678,453,864	10,759,142,873	11,960,500,819	13,296,001,505	14,780,623,212	16,431,016,682
Penghasilan (beban) komprehensif lain setelah pajak	152,757,951	169,814,792	188,776,186	209,854,795	233,287,027	259,335,684
Jumlah Laba komprehensif	9,831,211,815	10,928,957,664	12,149,277,004	13,505,856,301	15,013,910,239	16,690,352,366
Laba yang dapat didistribusikan kepada	-	-	-	-	-	-
- Pemilik	9,678,453,864	10,759,142,873	11,960,500,819	13,296,001,505	14,780,623,212	16,431,016,682
Laba komprehensif yang dapat didistribusikan kepada:						
-Pemilik	9,831,211,815	10,928,957,664	12,149,277,004	13,505,856,301	15,013,910,239	16,690,352,366

PT Bank Royal Indonesia
Proyeksi Laporan Posisi Keuangan Skenario Pesimis
31 Desember 2019-2024

Uraian	2019	2020	2021	2022	2023	2024
ASET						
ASET LANCAR						
Kas	10,764,582,819	11,320,673,216	11,905,490,832	12,520,519,695	13,167,320,494	13,847,534,544
Penempatan pada Bank Indonesia	221,121,391,108	232,544,358,840	244,557,428,647	257,191,084,767	270,477,386,230	284,450,048,213
Penempatan pada Bank lain	3,597,220,072	3,783,049,803	3,978,479,362	4,184,004,667	4,400,147,258	4,627,455,615
Surat berharga	60,631,142,142	63,763,302,160	67,057,267,250	70,521,396,144	74,164,479,378	77,995,761,600
Tagihan atas surat berharga yg dibeli dengan janji dijual kembali (reverse repo)	73,598,960,169	77,401,028,086	81,399,508,025	85,604,546,483	90,026,814,122	94,677,532,840
Pinjaman yang diberikan dan Piutang	596,218,382,122	627,018,583,342	659,409,900,206	693,474,528,573	729,298,910,479	766,973,953,492
Cadangan kerugian penurunan nilai aset keuangan	(5,306,548,886)	(5,580,681,282)	(5,868,975,155)	(6,172,162,076)	(6,491,011,410)	(6,826,332,265)
TOTAL ASET LANCAR	960,625,129,546	1,010,250,314,166	1,062,439,099,167	1,117,323,918,252	1,175,044,046,550	1,235,745,954,040
ASET TETAP						
Aset tidak berwujud	656,464,975	690,377,471	726,041,861	763,548,647	802,993,007	844,475,032
Akumulasi amortisasi	(621,760,220)	(653,879,893)	(687,658,846)	(723,182,794)	(760,541,883)	(799,830,914)
Aset tetap dan Inventaris	45,420,261,815	47,766,638,991	50,234,228,278	52,829,291,405	55,558,413,576	58,428,520,183
Akumulasi penyusutan	(10,404,581,541)	(10,942,074,538)	(11,507,334,026)	(12,101,794,402)	(12,726,964,162)	(13,384,429,730)
Aset non produktif	14,051,877,244	14,777,786,843	15,541,196,395	16,344,043,121	17,188,364,316	18,076,302,521
Aset pajak tangguhan	1,539,083,438	1,618,591,351	1,702,206,585	1,790,141,320	1,882,618,698	1,979,873,390
Aset lainnya	7,227,293,815	7,600,650,475	7,993,294,464	8,406,222,151	8,840,481,378	9,297,174,116
TOTAL ASET TETAP	57,868,639,526	60,858,090,699	64,001,974,711	67,308,269,449	70,785,364,931	74,442,084,597

Uraian	2019	2020	2021	2022	2023	2024
TOTAL ASET	1,018,493,769,071	1,071,108,404,864	1,126,441,073,878	1,184,632,187,701	1,245,829,411,480	1,310,188,038,637
LIABILITAS						
Simpanan nasabah	650,005,317,391	683,584,111,956	718,897,562,246	756,035,279,293	795,091,503,370	836,165,343,135
Pinjaman dari Bank lain	3,470,475,562	3,649,757,766	3,838,301,557	4,036,585,380	4,245,112,399	4,464,411,770
Liabilitas lainnya	13,236,152,590	13,919,922,456	14,639,015,368	15,395,256,088	16,190,563,646	17,026,956,205
EFN	14,836,539,858	30,439,524,405	46,848,547,610	64,105,248,832	82,253,418,492	101,339,109,192
JUMLAH LIABILITAS	681,548,485,401	731,593,316,584	784,223,426,780	839,572,369,593	897,780,597,908	958,995,820,302
EKUITAS						
Modal disetor	287,200,000,000	287,200,000,000	287,200,000,000	287,200,000,000	287,200,000,000	287,200,000,000
Pendapatan (Kerugian) komprehensif lainnya	27,065,431,790	28,463,612,004	29,934,021,176	31,480,390,599	33,106,644,324	34,816,909,115
Saldo laba/rugi	22,679,851,880	23,851,476,276	25,083,625,922	26,379,427,509	27,742,169,249	29,175,309,220
JUMLAH EKUITAS	336,945,283,670	339,515,088,280	342,217,647,098	345,059,818,108	348,048,813,573	351,192,218,335
JUMLAH LIABILITAS DAN EKUITAS	1,018,493,769,071	1,071,108,404,864	1,126,441,073,878	1,184,632,187,701	1,245,829,411,480	1,310,188,038,637

PT Bank Royal Indonesia
Proyeksi Laporan Posisi Keuangan Skenario Moderat
31 Desember 2019-2024

Uraian	2019	2020	2021	2022	2023	2024
ASET						
ASET LANCAR						
Kas	11,071,657,074	11,975,760,413	12,953,692,162	14,011,481,096	15,155,648,292	16,393,247,337
Penempatan pada Bank Indonesia	227,429,177,268	246,000,875,891	266,089,125,706	287,817,767,163	311,320,753,431	336,742,976,196
Penempatan pada Bank lain	3,699,835,630	4,001,961,474	4,328,758,692	4,682,241,930	5,064,590,347	5,478,161,054
Surat berharga	62,360,727,314	67,453,058,243	72,961,225,155	78,919,184,908	85,363,667,253	92,334,401,267
Tagihan atas surat berharga yg dibeli dengan janji dijual kembali (reverse repo)	75,698,469,854	81,879,950,987	88,566,207,304	95,798,458,372	103,621,289,720	112,082,927,698
Pinjaman yang diberikan dan Piutang	613,226,316,271	663,301,924,294	717,466,669,479	776,054,467,747	839,426,502,345	907,973,450,478
Cadangan kerugian penurunan nilai aset keuangan	(5,457,925,356)	(5,903,615,509)	(6,385,700,391)	(6,907,151,968)	(7,471,184,896)	(8,081,276,336)
TOTAL ASET LANCAR	988,028,258,055	1,068,709,915,794	1,155,979,978,107	1,250,376,449,247	1,352,481,266,493	1,462,923,887,695
ASET TETAP						
Aset tidak berwujud	675,191,525	730,327,166	789,965,143	854,473,113	924,248,756	999,722,227
Akumulasi amortisasi	(639,496,769)	(691,717,603)	(748,202,751)	(809,300,435)	(875,387,311)	(946,870,792)
Aset tetap dan Inventaris	46,715,936,094	50,530,724,928	54,657,026,601	59,120,279,020	63,947,997,335	69,169,943,562
Akumulasi penyusutan	(10,701,386,274)	(11,575,253,573)	(12,520,480,229)	(13,542,893,397)	(14,648,796,068)	(15,845,005,934)
Aset non produktif	14,452,726,010	15,632,924,940	16,909,498,043	18,290,315,163	19,783,888,789	21,399,426,534
Aset pajak tangguhan	1,582,987,870	1,712,253,491	1,852,074,846	2,003,313,910	2,166,903,044	2,343,850,746
Aset lainnya	7,433,462,126	8,040,473,153	8,697,052,251	9,407,247,114	10,175,435,965	11,006,354,549
TOTAL ASET TETAP	59,519,420,581	64,379,732,502	69,636,933,903	75,323,434,488	81,474,290,510	88,127,420,892
TOTAL ASET	1,047,547,678,636	1,133,089,648,295	1,225,616,912,011	1,325,699,883,735	1,433,955,557,003	1,551,051,308,587

Uraian	2019	2020	2021	2022	2023	2024
LIABILITAS						
Simpanan nasabah	668,547,596,472	723,140,699,372	782,191,834,730	846,065,042,183	915,154,088,576	989,884,895,464
Pinjaman dari Bank lain	3,569,475,562	3,860,956,300	4,176,239,140	4,517,267,743	4,886,144,490	5,285,143,440
Liabilitas lainnya	13,613,731,709	14,725,418,984	15,927,885,822	17,228,545,213	18,635,415,489	20,157,169,752
EFN	23,452,539,858	48,820,196,797	76,259,357,864	105,939,180,555	138,042,635,644	172,767,635,162
JUMLAH LIABILITAS	709,183,343,601	790,547,271,454	878,555,317,555	973,750,035,694	1,076,718,284,199	1,188,094,843,819
EKUITAS						
Modal disetor	287,200,000,000	287,200,000,000	287,200,000,000	287,200,000,000	287,200,000,000	287,200,000,000
Pendapatan (Kerugian) komprehensif lainnya	27,837,509,766	30,110,700,251	32,569,517,792	35,229,120,557	38,105,904,520	41,217,604,536
Saldo laba/rugi	23,326,825,269	25,231,676,590	27,292,076,663	29,520,727,484	31,931,368,284	34,538,860,232
JUMLAH EKUITAS	338,364,335,035	342,542,376,841	347,061,594,455	351,949,848,041	357,237,272,804	362,956,464,768
JUMLAH LIABILITAS DAN EKUITAS	1,047,547,678,636	1,133,089,648,295	1,225,616,912,011	1,325,699,883,735	1,433,955,557,003	1,551,051,308,587

PT Bank Royal Indonesia
Proyeksi Laporan Posisi Keuangan Skenario Optimis
31 Desember 2019-2024

Uraian	2019	2020	2021	2022	2023	2024
ASET						
ASET LANCAR						
Kas	11,378,731,330	12,649,272,065	14,061,680,440	15,631,797,292	17,377,232,231	19,317,561,146
Penempatan pada Bank Indonesia	233,736,963,427	259,835,860,112	288,848,940,322	321,101,599,639	356,955,567,070	396,812,962,022
Penempatan pada Bank lain	3,802,451,188	4,227,030,079	4,699,017,135	5,223,705,918	5,806,981,062	6,455,384,278
Surat berharga	64,090,312,486	71,246,589,437	79,201,930,987	88,045,560,098	97,876,662,303	108,805,498,119
Tagihan atas surat berharga yg dibeli dengan janji dijual kembali (reverse repo)	77,797,979,540	86,484,844,469	96,141,678,320	106,876,787,105	118,810,570,208	132,076,870,717
Pinjaman yang diberikan dan Piutang	630,234,250,419	700,605,741,294	778,834,860,860	865,798,986,132	962,473,461,395	1,069,942,537,156
Cadangan kerugian penurunan nilai aset keuangan	(5,609,301,826)	(6,235,632,325)	(6,931,898,424)	(7,705,909,082)	(8,566,345,198)	(9,522,856,975)
TOTAL ASET LANCAR	1,015,431,386,564	1,128,813,705,132	1,254,856,209,641	1,394,972,527,101	1,550,734,129,071	1,723,887,956,463
ASET TETAP						
Aset tidak berwujud	693,918,074	771,400,454	857,534,459	953,286,123	1,059,729,347	1,178,057,944
Akumulasi amortisasi	(657,233,319)	(730,619,506)	(812,199,940)	(902,889,585)	(1,003,705,569)	(1,115,778,592)
Aset tetap dan Inventaris	48,011,610,372	53,372,551,322	59,332,090,978	65,957,068,431	73,321,785,972	81,508,842,434
Akumulasi penyusutan	(10,998,191,007)	(12,226,240,891)	(13,591,413,918)	(15,109,021,157)	(16,796,083,299)	(18,671,521,553)
Aset non produktif	14,853,574,776	16,512,113,964	18,355,844,412	20,405,444,440	22,683,901,294	25,216,768,957
Aset pajak tangguhan	1,626,892,303	1,808,549,896	2,010,491,241	2,234,981,208	2,484,537,559	2,761,959,188
Aset lainnya	7,639,630,438	8,492,665,930	9,440,950,734	10,495,120,320	11,666,997,702	12,969,726,048
TOTAL ASET TETAP	61,170,201,637	68,000,421,168	75,593,297,967	84,033,989,780	93,417,163,007	103,848,054,425
TOTAL ASET	1,076,601,588,201	1,196,814,126,300	1,330,449,507,608	1,479,006,516,882	1,644,151,292,078	1,827,736,010,888

Uraian	2019	2020	2021	2022	2023	2024
LIABILITAS						
Simpanan nasabah	687,089,875,553	763,809,823,533	849,096,264,235	943,905,725,909	1,049,301,542,041	1,166,465,777,152
Pinjaman dari Bank lain	3,668,475,562	4,078,094,834	4,533,451,891	5,039,653,780	5,602,377,799	6,227,935,166
Liabilitas lainnya						
EFN	13,991,310,828	15,553,570,261	17,290,270,427	19,220,889,251	21,367,079,548	23,752,911,867
JUMLAH LIABILITAS	32,068,539,858	67,717,829,188	107,347,691,833	151,402,595,668	200,376,637,523	254,819,084,717
EKUITAS	736,818,201,801	851,159,317,816	978,267,678,386	1,119,568,864,608	1,276,647,636,911	1,451,265,708,901
Modal disetor						
Pendapatan (Kerugian)						
komprehensif lainnya	28,609,587,742	31,804,113,176	35,355,336,961	39,303,087,771	43,691,641,520	48,570,217,939
Saldo laba/rugi	23,973,798,658	26,650,695,308	29,626,492,260	32,934,564,502	36,612,013,647	40,700,084,047
JUMLAH EKUITAS	339,783,386,400	345,654,808,484	352,181,829,222	359,437,652,273	367,503,655,167	376,470,301,986
JUMLAH LIABILITAS DAN EKUITAS	1,076,601,588,201	1,196,814,126,300	1,330,449,507,608	1,479,006,516,882	1,644,151,292,078	1,827,736,010,888

Estimasi Proyeksi *Free Cash Flow to Equity* Skenario Pesimis

Perhitungan CAPEX

Uraian	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Aktiva Tetap	57,868,639,526	60,858,090,699	64,001,974,711	67,308,269,449	70,785,364,931	74,442,084,597
CAPEX	2,842,604,333	2,989,451,173	3,143,884,012	3,306,294,738	3,477,095,482	3,656,719,666

Perhitungan Depresiasi

Depresiasi	10,404,581,541	10,942,074,538	11,507,334,026	12,101,794,402	12,726,964,162	13,384,429,730
Δ Depresiasi	511,090,442	537,492,997	565,259,488	594,460,376	625,169,760	657,465,568

Perhitungan NOWC

Kas	10,764,582,819	11,320,673,216	11,905,490,832	12,520,519,695	13,167,320,494	13,847,534,544
Penempatan pada Bank Indonesia	221,121,391,108	232,544,358,840	244,557,428,647	257,191,084,767	270,477,386,230	284,450,048,213
Penempatan pada Bank lain	3,597,220,072	3,783,049,803	3,978,479,362	4,184,004,667	4,400,147,258	4,627,455,615
Pinjaman yang diberikan dan Piutang	596,218,382,122	627,018,583,342	659,409,900,206	693,474,528,573	729,298,910,479	766,973,953,492
	831,701,576,121	874,666,665,201	919,851,299,047	967,370,137,701	1,017,343,764,460	1,069,898,991,864
Simpanan nasabah	650,005,317,391	683,584,111,956	718,897,562,246	756,035,279,293	795,091,503,370	836,165,343,135
	181,696,258,730	191,082,553,245	200,953,736,801	211,334,858,408	222,252,261,089	233,733,648,729
Δ Non Cash WC	8,925,224,034	9,386,294,515	9,871,183,556	10,381,121,607	10,917,402,681	11,481,387,640

Perhitungan Nett Debt Issue

EFN	14,836,539,858	30,439,524,405	46,848,547,610	64,105,248,832	82,253,418,492	101,339,109,192
Δ Nett Debt Issue	14,836,539,858	15,602,984,548	16,409,023,204	17,256,701,222	18,148,169,661	19,085,690,700

Estimasi Proyeksi *Free Cash Flow to Equity* Skenario Pesimis

Uraian	Proyeksi					
	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<i>Net Income</i> (NI)	5,493,645,038	5,777,442,682	6,075,901,104	6,389,777,667	6,719,868,861	7,067,012,323
(+) Capex	2,842,604,333	2,989,451,173	3,143,884,012	3,306,294,738	3,477,095,482	3,656,719,666
(-) Depresiasi	(511,090,442)	(537,492,997)	(565,259,488)	(594,460,376)	(625,169,760)	(657,465,568)
Capex - depresiasi	2,331,513,890	2,451,958,176	2,578,624,524	2,711,834,362	2,851,925,722	2,999,254,098
(-) Δ <i>Non Cash WC</i>	8,925,224,034	9,386,294,515	9,871,183,556	10,381,121,607	10,917,402,681	11,481,387,640
(+) Net Debt Issue	14,836,539,858	15,602,984,548	16,409,023,204	17,256,701,222	18,148,169,661	19,085,690,700
Proyeksi FCFE	9,073,446,971	9,542,174,539	10,035,116,228	10,553,522,920	11,098,710,118	11,672,061,285

Estimasi Proyeksi *Free Cash Flow to Equity* Skenario Moderat

Perhitungan CAPEX

Uraian	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Aktiva Tetap	59,519,420,581	64,379,732,502	69,636,933,903	75,323,434,488	81,474,290,510	88,127,420,892
CAPEX	4,493,385,388	4,860,311,920	5,257,201,402	5,686,500,585	6,150,856,022	6,653,130,382

Perhitungan Depresiasi

Depresiasi	10,701,386,274	11,575,253,573	12,520,480,229	13,542,893,397	14,648,796,068	15,845,005,934
Δ Depresiasi	807,895,175	873,867,299	945,226,657	1,022,413,167	1,105,902,671	1,196,209,866

Perhitungan NOWC

Kas	11,071,657,074	11,975,760,413	12,953,692,162	14,011,481,096	15,155,648,292	16,393,247,337
Penempatan pada Bank Indonesia	227,429,177,268	246,000,875,891	266,089,125,706	287,817,767,163	311,320,753,431	336,742,976,196
Penempatan pada Bank lain	3,699,835,630	4,001,961,474	4,328,758,692	4,682,241,930	5,064,590,347	5,478,161,054
Pinjaman yang diberikan dan Piutang	613,226,316,271	663,301,924,294	717,466,669,479	776,054,467,747	839,426,502,345	907,973,450,478
	855,426,986,243	925,280,522,072	1,000,838,246,040	1,082,565,957,935	1,170,967,494,415	1,266,587,835,066
Simpanan nasabah	668,547,596,472	723,140,699,372	782,191,834,730	846,065,042,183	915,154,088,576	989,884,895,464
	186,879,389,771	202,139,822,700	218,646,411,309	236,500,915,752	255,813,405,839	276,702,939,602
Δ Non Cash WC	14,108,355,075	15,260,432,929	16,506,588,610	17,854,504,443	19,312,490,087	20,889,533,762

Perhitungan Nett Debt Issue

EFN	23,452,539,858	48,820,196,797	76,259,357,864	105,939,180,555	138,042,635,644	172,767,635,162
Δ Nett Debt Issue	23,452,539,858	25,367,656,939	27,439,161,067	29,679,822,691	32,103,455,089	34,724,999,518

Estimasi Proyeksi *Free Cash Flow to Equity* Skenario Moderat

Uraian	Proyeksi					
	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<i>Net Income</i> (NI)	9,417,264,463	10,186,271,323	11,018,074,715	11,917,802,558	12,891,001,511	13,943,671,173
(+) Capex	4,493,385,388	4,860,311,920	5,257,201,402	5,686,500,585	6,150,856,022	6,653,130,382
(-) Depresiasi	(807,895,175)	(873,867,299)	(945,226,657)	(1,022,413,167)	-1,105,902,671	-1,196,209,866
Capex - depresiasi	3,685,490,213	3,986,444,622	4,311,974,745	4,664,087,418	5,044,953,351	5,456,920,515
(-) Δ <i>Non Cash WC</i>	14,108,355,075	15,260,432,929	16,506,588,610	17,854,504,443	19,312,490,087	20,889,533,762
(+) Net Debt Issue	23,452,539,858	25,367,656,939	27,439,161,067	29,679,822,691	32,103,455,089	34,724,999,518
Proyeksi FCFE	15,075,959,033	16,307,050,712	17,638,672,427	19,079,033,389	20,637,013,162	22,322,216,414

Estimasi Proyeksi *Free Cash Flow to Equity* Skenario Optimis

Perhitungan CAPEX

Uraian	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Aktiva Tetap	61,170,201,637	68,000,421,168	75,593,297,967	84,033,989,780	93,417,163,007	103,848,054,425
CAPEX	6,144,166,444	6,830,219,531	7,592,876,799	8,440,691,813	9,383,173,227	10,430,891,418

Perhitungan Depresiasi

Depresiasi	10,998,191,007	12,226,240,891	13,591,413,918	15,109,021,157	16,796,083,299	18,671,521,553
Δ Depresiasi	1,104,699,908	1,228,049,884	1,365,173,027	1,517,607,239	1,687,062,142	1,875,438,255

Perhitungan NOWC

Kas	11,378,731,330	12,649,272,065	14,061,680,440	15,631,797,292	17,377,232,231	19,317,561,146
Penempatan pada Bank Indonesia	233,736,963,427	259,835,860,112	288,848,940,322	321,101,599,639	356,955,567,070	396,812,962,022
Penempatan pada Bank lain	3,802,451,188	4,227,030,079	4,699,017,135	5,223,705,918	5,806,981,062	6,455,384,278
Pinjaman yang diberikan dan Piutang	630,234,250,419	700,605,741,294	778,834,860,860	865,798,986,132	962,473,461,395	1,069,942,537,156
	879,152,396,364	977,317,903,550	1,086,444,498,758	1,207,756,088,980	1,342,613,241,758	1,492,528,444,602
Simpanan nasabah	687,089,875,553	763,809,823,533	849,096,264,235	943,905,725,909	1,049,301,542,041	1,166,465,777,152
	192,062,520,812	213,508,080,017	237,348,234,523	263,850,363,070	293,311,699,716	326,062,667,450
Δ Non Cash WC	19,291,486,116	21,445,559,206	23,840,154,505	26,502,128,548	29,461,336,646	32,750,967,734

Perhitungan Nett Debt Issue

EFN	32,068,539,858	67,717,829,188	107,347,691,833	151,402,595,668	200,376,637,523	254,819,084,717
Δ Nett Debt Issue	32,068,539,858	35,649,289,331	39,629,862,645	44,054,903,835	48,974,041,855	54,442,447,194

Hasil Estimasi dengan Metode *Free Cash Flow to Equity* Skenario Optimis

Uraian	Proyeksi					
	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<i>Net Income</i> (NI)	9,678,453,864	10,759,142,873	11,960,500,819	13,296,001,505	14,780,623,212	16,431,016,682
(+) Capex	6,144,166,444	6,830,219,531	7,592,876,799	8,440,691,813	9,383,173,227	10,430,891,418
(-) Depresiasi	(1,104,699,908)	(1,228,049,884)	(1,365,173,027)	(1,517,607,239)	(1,687,062,142)	(1,875,438,255)
Capex - depresiasi	5,039,466,536	5,602,169,647	6,227,703,772	6,923,084,575	7,696,111,085	8,555,453,164
(-) Δ <i>Non Cash WC</i>	19,291,486,116	21,445,559,206	23,840,154,505	26,502,128,548	29,461,336,646	32,750,967,734
(+) Net Debt Issue	32,068,539,858	35,649,289,331	39,629,862,645	44,054,903,835	48,974,041,855	54,442,447,194
Proyeksi FCFE	17,416,041,070	19,360,703,351	21,522,505,186	23,925,692,217	26,597,217,338	29,567,042,979

Perhitungan Beta (β)

No.	Perusahaan	Kode Emiten	Levered 2018	DER 2018
1	Bank Rakyat Indonesia Agroniaga Tbk	AGRO	1,837	4,27
2	Bank MNC Internasional Tbk.	BABP	0,880	6,73
3	Bank Capital Indonesia Tbk.	BACA	0,411	11,28
4	Bank Central Asia Tbk.	BBCA	0,960	4,56
5	Bank Bukopin Tbk	BBKP	0,954	9,37
6	Bank Mestika Dharma Tbk.	BBMD	0,398	2,98
7	Bank Negara Indonesia (Persero) Tbk	BBNI	1,338	6,33
8	Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk.	BBRI	1,313	6,00
9	Bank Tabungan Negara (Persero) Tbk	BBTN	1,798	11,85
10	Bank Yudha Bhakti Tbk.	BBYB	1,474	5,22
11	Bank Danamon Indonesia Tbk	BDMN	1,358	3,45
12	Bank Pembangunan Daerah Jawa Barat dan Bante	BJBR	1,029	8,85
13	Bank Pembangunan Daerah Jawa Timur Tbk.	BJTM	1,189	6,40
14	Bank Maspion Indonesia Tbk.	BMAS	0,462	4,15
15	Bank Mandiri (Persero) Tbk.	BMRI	1,301	5,50
16	Bank Bumi Arta Tbk.	BNBA	0,788	4,08
17	Bank CIMB Niaga Tbk.	BNGA	2,473	5,77
18	Bank Maybank Indonesia Tbk	BNII	1,995	6,08

No.	Perusahaan	Kode Emiten	Levered 2018	DER 2018
19	Bank Permata Tbk	BNLI	1,136	5,81
20	Bank Sinarmas Tbk.	BSIM	1,162	5,11
21	Bank Tabungan Pensiunan Nasional Tbk	BTPN	0,769	4,24
22	Bank Victoria International Tbk.	BVIC	0,709	8,90
23	Bank Windu Kentjana International Tbk	MCOR	0,871	5,18
24	Bank Mega Tbk.	MEGA	0,344	5,08
25	Bank OCBC NISP Tbk.	NISP	0,447	6,11
26	Bank Pan Indonesia Tbk	PNBN	1,321	4,74
Rata-rata Industri			1,117	6,078
Beta <i>unlevered</i>			0,201	
DER Bank Royal				2,08
Beta Bank Royal <i>levered</i>			0,73	

Perhitungan *Cost of Equity*

Uraian	Besaran
<i>Risk free rate</i> (Rf)	6,46%
Beta <i>levered</i> (β)	0,73
Total <i>equity risk premium</i> (Rm)	8,60%
<i>Cost of Equity</i> (Ke)	12,75%

Estimasi *Terminal Value* Skenario Pesimis, Moderat dan Optimis

Pertumbuhan	CF_{n+1} (jutaan)	r	<i>Stable Growth</i>	% <i>Terminal Value</i>	<i>Terminal Value</i> (jutaan)
Pesimis	11,672	12.75%	5.17%	7.58%	153,981
Moderat	22,322	12.75%	8.17%	4.58%	487,362
Optimis	29,567	12.75%	11.17%	1.58%	1,871,076

Hasil Estimasi Nilai dengan Metode *Free Cash Flow to Equity* Skenario Pesimis

Uraian	Proyeksi					
	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<i>Net Income</i> (NI)	5,493,645,038	5,777,442,682	6,075,901,104	6,389,777,667	6,719,868,861	7,067,012,323
(+) Capex	2,842,604,333	2,989,451,173	3,143,884,012	3,306,294,738	3,477,095,482	3,656,719,666
(-) Depresiasi	(511,090,442)	(537,492,997)	(565,259,488)	(594,460,376)	(625,169,760)	(657,465,568)
Capex - depresiasi	2,331,513,890	2,451,958,176	2,578,624,524	2,711,834,362	2,851,925,722	2,999,254,098
(-) Δ <i>Non Cash WC</i>	8,925,224,034	9,386,294,515	9,871,183,556	10,381,121,607	10,917,402,681	11,481,387,640
(+) Net Debt Issue	14,836,539,858	15,602,984,548	16,409,023,204	17,256,701,222	18,148,169,661	19,085,690,700
Proyeksi FCFE	9,073,446,971	9,542,174,539	10,035,116,228	10,553,522,920	11,098,710,118	11,672,061,285
<i>Terminal Value</i>					153,980,595,839	
DR (14,28%)	0.88694831	0.786677305	0.697742107	0.618861183	0.548897881	
PV FCFE	8,047,678,461	7,506,612,154	7,001,923,140	6,531,165,677	90,611,681,157	
FCFE	119,699,060,589					

Hasil Estimasi Nilai dengan Metode *Free Cash Flow to Equity* Skenario Moderat

Uraian	Proyeksi					
	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<i>Net Income</i> (NI)	9,417,264,463	10,186,271,323	11,018,074,715	11,917,802,558	12,891,001,511	13,943,671,173
(+) Capex	4,493,385,388	4,860,311,920	5,257,201,402	5,686,500,585	6,150,856,022	6,653,130,382
(-) Depresiasi	(807,895,175)	(873,867,299)	(945,226,657)	(1,022,413,167)	(1,105,902,671)	(1,196,209,866)
Capex - depresiasi	3,685,490,213	3,986,444,622	4,311,974,745	4,664,087,418	5,044,953,351	5,456,920,515
(-) Δ <i>Non Cash WC</i>	14,108,355,075	15,260,432,929	16,506,588,610	17,854,504,443	19,312,490,087	20,889,533,762
(+) Net Debt Issue	23,452,539,858	25,367,656,939	27,439,161,067	29,679,822,691	32,103,455,089	34,724,999,518
Proyeksi FCFE	15,075,959,033	16,307,050,712	17,638,672,427	19,079,033,389	20,637,013,162	22,322,216,414
<i>Terminal Value</i>					487,361,686,138	
DR (14,28%)	0.88694831	0.786677305	0.697742107	0.618861183	0.548897881	
PV FCFE	13,371,596,393	12,828,386,713	12,307,244,462	11,807,273,170	278,839,409,351	
FCFE	329,153,910,089					

Hasil Estimasi Nilai dengan Metode *Free Cash Flow to Equity* – Skenario Optimis

Uraian	Proyeksi					
	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<i>Net Income</i> (NI)	9,678,453,864	10,759,142,873	11,960,500,819	13,296,001,505	14,780,623,212	16,431,016,682
(+) Capex	6,144,166,444	6,830,219,531	7,592,876,799	8,440,691,813	9,383,173,227	10,430,891,418
(-) Depresiasi	(1,104,699,908)	(1,228,049,884)	(1,365,173,027)	(1,517,607,239)	(1,687,062,142)	(1,875,438,255)
Capex - depresiasi	5,039,466,536	5,602,169,647	6,227,703,772	6,923,084,575	7,696,111,085	8,555,453,164
(-) Δ <i>Non Cash WC</i>	19,291,486,116	21,445,559,206	23,840,154,505	26,502,128,548	29,461,336,646	32,750,967,734
(+) Net Debt Issue	32,068,539,858	35,649,289,331	39,629,862,645	44,054,903,835	48,974,041,855	54,442,447,194
Proyeksi FCFE	17,416,041,070	19,360,703,351	21,522,505,186	23,925,692,217	26,597,217,338	29,567,042,979
<i>Terminal Value</i>					1,871,076,408,983	
DR (14,28%)	0.88694831	0.786677305	0.697742107	0.618861183	0.548897881	
PV FCFE	15,447,128,201	15,230,625,943	15,017,158,114	14,806,682,186	1,041,629,031,400	
FCFE	1,102,130,625,844					

Skenario	Estimasi Nilai Ekuitas
Pesimis	119,699,060,589
Moderat	329,153,910,089
Optimis	1,102,130,625,844

Perhitungan PBV Perusahaan Pembanding

Perusahaan	Kode Emiten	PBV
Bank Rakyat Indonesia Agroniaga Tbk.	AGRO	2.38
Bank Mestika Dharma Tbk.	BBMD	1.81
Bank Yudha Bhakti Tbk.	BBYB	2.41
Bank Pembangunan Daerah Jawa Barat dan Banten	BJBR	2.04
Bank Mega Tbk.	MEGA	1.96
Rata - Rata		2.12

Estimasi Nilai Wajar Saham Bank Royal dengan Metode *Price to Book Value*

Faktor Pengali	Rata-rata Pengali	Laba per Lembar Saham	Nilai Buku per Lembar Saham	Estimasi Nilai Saham	Jumlah Saham	Nilai Ekuitas
PBV	2.12	298	116,470	246,916	2,872,000	709,143,629,779

Rekonsiliasi Estimasi Nilai Wajar Bank Royal Skenario Pesimis

Metode	Pembobotan	Estimasi Nilai	Indikasi nilai
<i>Free cash flow to equity</i>	60%	119,699,060,589	71,819,436,353
<i>Relative valuation</i>	40%	709,143,629,779	283,657,451,912
Estimasi Nilai Wajar Saham Bank Royal			355,476,888,265

Rekonsiliasi Estimasi Nilai Wajar Bank Royal Skenario Moderat

Metode	Pembobotan	Estimasi Nilai	Indikasi nilai
<i>Free cash flow to equity</i>	60%	329,153,910,089	197,492,346,053
<i>Relative valuation</i>	40%	709,143,629,779	283,657,451,912
Estimasi Nilai Wajar Saham Bank Royal			481,149,797,965

Rekonsiliasi Estimasi Nilai Wajar Bank Royal Skenario Optimis

Metode	Pembobotan	Estimasi Nilai	Indikasi nilai
<i>Free cash flow to equity</i>	60%	1,102,130,625,844	661,278,375,506
<i>Relative valuation</i>	40%	709,143,629,779	283,657,451,912
Estimasi Nilai Wajar Saham Bank Royal			944,935,827,418

Surat Utang Negara Jangka Waktu 10 Tahun



PEFINDO BETA STOCK

Edition: 28-December-2018

No.	TICKER	COMPANY	RAW BETA	ADJUSTED BETA
1.	AALI	Astra Agro Lestari Tbk.	0.503	0.669
2.	ABDA	Asuransi Bina Dana Arta Tbk.	0.029	0.353
3.	ACES	Ace Hardware Indonesia Tbk.	1.123	1.082
4.	ACST	Acset Indonusa Tbk.	0.944	0.962
5.	ADES	Akasha Wira International Tbk.	0.727	0.818
6.	ADHI	Adhi Karya (Persero) Tbk.	1.890	1.593
7.	ADMF	Adira Dinamika Multi Finance Tbk.	0.943	0.962
8.	ADMG	Polychem Indonesia Tbk.	1.261	1.174
9.	ADRO	Adaro Energy Tbk.	2.666	2.111
10.	AGRO	Bank Rakyat Indonesia Agroniaga Tbk.	2.255	1.837
11.	AGRS	Bank Agris Tbk.	0.885	0.923
12.	AHAP	Asuransi Harta Aman Pratama Tbk.	0.420	0.613
13.	AIMS	Akbar Indo Makmur Stimec Tbk.	0.912	0.941
14.	AKPI	Argha Karya Prima Industry Tbk.	0.302	0.535
15.	AKRA	AKR Corporindo Tbk.	1.365	1.243
16.	ALDO	Alkindo Naratama Tbk.	0.188	0.459
17.	ALKA	Alakasa Industrindo Tbk.	1.147	1.098
18.	ALMI	Alumindo Light Metal Industry Tbk.	0.190	0.460
19.	AMFG	Asahimas Flat Glass Tbk.	0.231	0.487
20.	ANJT	Austindo Nusantara Jaya Tbk.	0.143	0.428
21.	ANTM	Aneka Tambang (Persero) Tbk.	1.823	1.549
22.	APEX	Apexindo Pratama Duta Tbk.	0.130	0.420
23.	APII	Arita Prima Indonesia Tbk.	1.048	1.032
24.	APLI	Asiaplast Industries Tbk.	0.900	0.933
25.	APLN	Agung Podomoro Land Tbk.	1.494	1.329
26.	ARII	Atlas Resources Tbk.	0.231	0.487
27.	ARNA	Arwana Citramulia Tbk.	0.713	0.809
28.	ARTA	Arthavest Tbk.	1.970	1.647
29.	ASBI	Asuransi Bintang Tbk.	1.645	1.430
30.	ASDM	Asuransi Dayin Mitra Tbk.	0.105	0.403
31.	ASGR	Astra Graphia Tbk.	0.146	0.430
32.	ASII	Astra International Tbk.	1.445	1.296
33.	ASJT	Asuransi Jasa Tania Tbk.	0.215	0.477
34.	ASMI	Asuransi Mitra Maparya Tbk.	0.744	0.829
35.	ASRI	Alam Sutera Realty Tbk.	1.751	1.501
36.	ASSA	Adi Sarana Armada Tbk.	0.932	0.954
37.	AUTO	Astra Otoparts Tbk.	1.087	1.058
38.	BABP	Bank MNC Internasional Tbk.	0.819	0.880
39.	BACA	Bank Capital Indonesia Tbk.	0.116	0.411
40.	BAJA	Saranacentral Bajatama Tbk.	0.499	0.666

PEFINDO BETA STOCK

Edition: 28-December-2018

No.	TICKER	COMPANY	RAW BETA	ADJUSTED BETA
41.	BALI	Bali Towerindo Sentra Tbk.	0.502	0.668
42.	BAPA	Bekasi Asri Pemula Tbk.	0.315	0.544
43.	BATA	Sepatu Bata Tbk.	0.074	0.383
44.	BBCA	Bank Central Asia Tbk.	0.940	0.960
45.	BBHI	Bank Harda Internasional Tbk.	0.671	0.781
46.	BBKP	Bank Bukopin Tbk.	0.931	0.954
47.	BBMD	Bank Mestika Dharma Tbk.	0.097	0.398
48.	BBNI	Bank Negara Indonesia (Persero) Tbk.	1.507	1.338
49.	BBNP	Bank Nusantara Parahyangan Tbk.	0.080	0.387
50.	BBRI	Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk.	1.470	1.313
51.	BBRM	Pelayaran Nasional Bina Buana Raya Tbk.	0.454	0.636
52.	BBTN	Bank Tabungan Negara (Persero) Tbk.	1.798	1.532
53.	BBYB	Bank Yudha Bhakti Tbk.	1.474	1.316
54.	BCAP	MNC Kapital Indonesia Tbk.	0.107	0.405
55.	BCIP	Bumi Citra Permai Tbk.	1.693	1.462
56.	BDMN	Bank Danamon Indonesia Tbk.	1.358	1.239
57.	BEKS	Bank Pundi Indonesia Tbk.	2.476	1.984
58.	BEST	Bekasi Fajar Industrial Estate Tbk.	2.359	1.906
59.	BFIN	BFI Finance Indonesia Tbk.	0.519	0.679
60.	BHIT	MNC Investama Tbk.	0.979	0.986
61.	BIMA	Primarindo Asia Infrastructure Tbk.	0.136	0.424
62.	BINA	Bank Ina Perdana Tbk.	2.624	2.083
63.	BIPI	Benakat Petroleum Energy Tbk.	0.992	0.995
64.	BIPP	Bhuwanatala Indah Permai Tbk.	0.760	0.840
65.	BIRD	Blue Bird Tbk.	0.741	0.828
66.	BISI	BISI International Tbk.	0.831	0.887
67.	BJBR	Bank Pembangunan Daerah Jawa Barat dan Bante	1.043	1.029
68.	BJTM	Bank Pembangunan Daerah Jawa Timur Tbk.	1.283	1.189
69.	BKDP	Bukit Darmo Property Tbk.	0.964	0.976
70.	BKSL	Sentul City Tbk.	1.803	1.535
71.	BKSW	Bank QNB Indonesia Tbk.	0.491	0.661
72.	BLTZ	Graha Layar Prima Tbk.	0.005	0.337
73.	BMAS	Bank Maspion Indonesia Tbk.	0.194	0.462
74.	BMRI	Bank Mandiri (Persero) Tbk.	1.451	1.301
75.	BMTR	Global Mediacom Tbk.	1.585	1.390
76.	BNBA	Bank Bumi Arta Tbk.	0.682	0.788
77.	BNBR	Bakrie & Brothers Tbk.	0.752	0.834
78.	BNGA	Bank CIMB Niaga Tbk.	3.210	2.473
79.	BNII	Bank Maybank Indonesia Tbk.	2.493	1.995
80.	BNLI	Bank Permata Tbk.	1.203	1.136

PEFINDO BETA STOCK

Edition: 28-December-2018

No.	TICKER	COMPANY	RAW BETA	ADJUSTED BETA
81.	BOLT	Garuda Metalindo Tbk.	0.185	0.457
82.	BPFI	Batavia Prosperindo Finance Tbk.	1.249	1.166
83.	BPII	Batavia Prosperindo Internasional Tbk.	0.033	0.355
84.	BRAM	Indo Kordsa Tbk.	0.887	0.925
85.	BRMS	Bumi Resources Minerals Tbk.	1.191	1.128
86.	BRNA	Berlina Tbk.	0.504	0.669
87.	BRPT	Barito Pacific Tbk.	2.086	1.724
88.	BSDE	Bumi Serpong Damai Tbk.	1.469	1.313
89.	BSIM	Bank Sinarmas Tbk.	1.243	1.162
90.	BSSR	Baramulti Suksessarana Tbk.	1.058	1.038
91.	BTEK	Bumi Teknokultura Unggul Tbk.	0.458	0.639
92.	BTEL	Bakrie Telecom Tbk.	0.000	0.333
93.	BTON	Betonjaya Marunggal Tbk.	0.370	0.580
94.	BTPN	Bank Tabungan Pensiunan Nasional Tbk.	0.654	0.769
95.	BUDI	Budi Starch & Sweetener Tbk.	1.061	1.041
96.	BUKK	Bukaka Teknik Utama Tbk.	0.190	0.460
97.	BULL	Buana Listya Tama Tbk.	1.634	1.423
98.	BUMI	Bumi Resources Tbk.	0.339	0.559
99.	BUVA	Bukit Uluwatu Villa Tbk.	1.027	1.018
100.	BVIC	Bank Victoria International Tbk.	0.564	0.709
101.	BWPT	Eagle High Plantations Tbk.	1.727	1.485
102.	BYAN	Bayan Resources Tbk.	0.343	0.562
103.	CASS	Cardig Aero Services Tbk.	0.317	0.545
104.	CEKA	Wilmar Cahaya Indonesia Tbk.	1.164	1.109
105.	CENT	Centrin Online Tbk.	0.060	0.373
106.	CFIN	Cilpan Finance Indonesia Tbk.	0.690	0.793
107.	CINT	Chitose Internasional Tbk.	0.142	0.428
108.	CLPI	Colorpak Indonesia Tbk.	0.730	0.820
109.	CMNP	Citra Marga Nusaphala Persada Tbk.	0.508	0.672
110.	CMPP	Rimau Multi Putra Pratama Tbk.	1.262	1.175
111.	COWL	Cowell Development Tbk.	0.797	0.865
112.	CPIN	Charoen Pokphand Indonesia Tbk.	1.460	1.307
113.	CPRO	Central Proteinaprima Tbk.	0.248	0.498
114.	CTBN	Citra Tubindo Tbk.	0.162	0.442
115.	CTRA	Ciputra Development Tbk.	1.730	1.487
116.	DART	Duta Anggada Realty Tbk.	0.577	0.718
117.	DEWA	Darma Herwa Tbk.	0.365	0.577
118.	DGIK	Nusa Konstruksi Enjiniring Tbk.	0.965	0.977
119.	DILD	Intiland Development Tbk.	0.534	0.689
120.	DKFT	Central Omega Resources Tbk.	1.109	1.072

PEFINDO BETA STOCK

Edition: 28-December-2018

No.	TICKER	COMPANY	RAW BETA	ADJUSTED BETA
121.	DMAS	Puradelta Lestari Tbk.	1.749	1.500
122.	DNET	Dyviacom Intrabumi Tbk.	0.028	0.352
123.	DOLD	Delta Dunia Makmur Tbk.	3.117	2.412
124.	DPNS	Duta Pertiwi Nusantara Tbk.	0.161	0.440
125.	DPUM	Dua Putra Utama Makmur Tbk.	0.870	0.913
126.	DSFI	Dharma Samudera Fishing Industries Tbk.	1.945	1.630
127.	DUTI	Duta Pertiwi Tbk.	0.056	0.371
128.	DVLA	Darya-Varia Laboratoria Tbk.	3.467	2.644
129.	DYAN	Dyandra Media International Tbk.	0.319	0.546
130.	ECII	Electronic City Indonesia Tbk.	0.226	0.484
131.	EKAD	Ekadharma International Tbk.	0.818	0.879
132.	ELSA	Elnusa Tbk.	1.474	1.316
133.	ELTY	Bakrieland Development Tbk.	0.021	0.347
134.	EMDE	Megapolitan Developments Tbk.	0.493	0.662
135.	EMTK	Elang Mahkota Teknologi Tbk.	0.341	0.561
136.	ENRG	Energi Mega Persada Tbk.	2.406	1.937
137.	EPMT	Enseval Putera Megatrading Tbk.	0.446	0.631
138.	ERAA	Erajaya Swasembada Tbk.	0.396	0.597
139.	ERTX	Eratex Djaja Tbk.	0.374	0.583
140.	ESSA	Surya Esa Perkasa Tbk.	1.931	1.620
141.	ESTI	Ever Shine Tex Tbk.	0.709	0.806
142.	EXCL	XL Axiata Tbk.	1.462	1.308
143.	FAST	Fast Food Indonesia Tbk.	0.071	0.381
144.	FMII	Fortune Mate Indonesia Tbk.	0.404	0.603
145.	FORU	Fortune Indonesia Tbk.	1.146	1.097
146.	FPNI	Lotte Chemical Titan Tbk.	3.874	2.916
147.	FREN	Smartfren Telecom Tbk.	0.157	0.438
148.	GAMA	Gading Development Tbk.	0.108	0.405
149.	GDYR	Goodyear Indonesia Tbk.	0.755	0.837
150.	GEMA	Gema Grahasarana Tbk.	0.359	0.573
151.	GGRM	Gudang Garam Tbk.	0.884	0.923
152.	GIAA	Garuda Indonesia (Persero) Tbk.	1.231	1.154
153.	GJTL	Gajah Tunggal Tbk.	2.501	2.000
154.	GLOB	Global Teleshop Tbk.	1.167	1.111
155.	GOLD	Golden Retailindo Tbk.	0.521	0.681
156.	GOLL	Golden Plantation Tbk.	0.356	0.571
157.	GPRA	Perdana Gapuraprima Tbk.	0.585	0.723
158.	GSMF	Equity Development Investment Tbk.	0.119	0.412
159.	GTBO	Garda Tujuh Buana Tbk.	1.880	1.587
160.	GWSA	Greenwood Sejahtera Tbk.	0.222	0.481

PEFINDO BETA STOCK

Edition: 28-December-2018

No.	TICKER	COMPANY	RAW BETA	ADJUSTED BETA
161.	GZCO	Gozco Plantations Tbk.	1.380	1.253
162.	HDFA	HD Finance Tbk.	0.484	0.656
163.	HERO	Hero Supermarket Tbk.	0.040	0.360
164.	HEXA	Hexindo Adiperkasa Tbk.	0.893	0.928
165.	HITS	Humpuss Intermoda Transportasi Tbk.	0.053	0.368
166.	HMSP	H.M. Sampoerna Tbk.	1.154	1.103
167.	HOME	Hotel Mandarin Regency Tbk.	1.813	1.542
168.	HOTL	Saraswati Griya Lestari Tbk.	0.614	0.743
169.	HRUM	Harum Energy Tbk.	2.819	2.213
170.	IATA	Indonesia Air Transport Tbk.	0.076	0.384
171.	IBFN	Intan Baruprana Finance Tbk.	0.253	0.502
172.	ICBP	Indofood CBP Sukses Makmur Tbk.	0.413	0.609
173.	ICON	Island Concepts Indonesia Tbk.	0.786	0.857
174.	IDPR	Indonesia Pondasi Raya Tbk.	0.278	0.519
175.	IGAR	Champion Pacific Indonesia Tbk.	1.595	1.397
176.	IIRP	Inti Agri Resources Tbk.	0.826	0.884
177.	IKAI	Intikeramik Alamasri Industri Tbk.	0.710	0.807
178.	IKBI	Sumi Indo Kabel Tbk.	0.717	0.811
179.	IMJS	Indomobil Multi Jasa Tbk.	0.534	0.689
180.	IMPC	Impack Pratama Industri Tbk.	0.106	0.404
181.	INAF	Indofarma Tbk.	0.839	0.893
182.	INAI	Indal Aluminium Industry Tbk.	0.004	0.336
183.	INCO	Vale Indonesia Tbk.	1.942	1.628
184.	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk.	1.303	1.202
185.	INDS	Indospring Tbk.	1.258	1.172
186.	INDX	Tanah Laut Tbk.	0.900	0.934
187.	INDY	Indika Energy Tbk.	1.528	1.352
188.	INKP	Indah Kiat Pulp & Paper Tbk.	1.142	1.095
189.	INPC	Bank Artha Graha Internasional Tbk.	0.525	0.683
190.	INPP	Indonesian Paradise Property Tbk.	0.395	0.597
191.	INRU	Toba Pulp Lestari Tbk.	1.064	1.043
192.	INTA	Intraco Penta Tbk.	0.434	0.623
193.	INTD	Inter Delta Tbk.	0.398	0.599
194.	INTP	Indocement Tunggai Prakasa Tbk.	1.720	1.480
195.	IPOL	Indopoly Swakarsa Industry Tbk.	0.798	0.866
196.	ISAT	Indosat Tbk.	1.385	1.257
197.	ISSP	Steel Pipe Industry of Indonesia Tbk.	1.139	1.092
198.	ITMA	Sumber Energi Andalan Tbk.	0.606	0.738
199.	ITMG	Indo Tambangraya Megah Tbk.	2.552	2.035
200.	JAWA	Jaya Agra Wattie Tbk.	0.180	0.453

PEFINDO BETA STOCK

Edition: 28-December-2018

No.	TICKER	COMPANY	RAW BETA	ADJUSTED BETA
201.	JECC	Jembo Cable Company Tbk.	0.252	0.501
202.	JKSW	Jakarta Kyoei Steel Works Tbk.	0.347	0.565
203.	JPFA	Japfa Comfeed Indonesia Tbk.	1.704	1.470
204.	JRPT	Jaya Real Property Tbk.	0.296	0.531
205.	JSMR	Jasa Marga (Persero) Tbk.	1.059	1.039
206.	JSPT	Jakarta Setiabudi Internasional Tbk.	0.038	0.359
207.	KAEF	Kimia Farma Tbk.	0.892	0.928
208.	KARW	ICTSI Jasa Prima Tbk.	2.711	2.141
209.	KBLI	KMI Wire & Cable Tbk.	2.085	1.723
210.	KBLM	Kabelindo Murni Tbk.	1.396	1.264
211.	KBLV	First Media Tbk.	1.081	1.054
212.	KBRI	Kertas Basuki Rachmat Indonesia Tbk.	0.007	0.338
213.	KDSI	Kedawung Setia Industrial Tbk.	0.153	0.435
214.	KICI	Kedaung Indah Can Tbk.	0.066	0.377
215.	KIJA	Kawasan Industri Jababeka Tbk.	0.934	0.956
216.	KINO	Kino Indonesia Tbk.	0.549	0.700
217.	KKGI	Resource Alam Indonesia Tbk.	1.662	1.441
218.	KLBF	Kalbe Farma Tbk.	1.298	1.199
219.	KOIN	Kokoh Inti Arebama Tbk.	0.500	0.667
220.	KONI	Perdana Bangun Pusaka Tbk.	3.314	2.543
221.	KOPI	Mitra Energi Persada Tbk.	0.237	0.492
222.	KPIG	MNC Land Tbk.	0.492	0.661
223.	KRAH	Grand Kartech Tbk.	0.093	0.395
224.	KRAS	Krakatau Steel (Persero) Tbk.	1.345	1.230
225.	LAPD	Leyand International Tbk.	0.001	0.334
226.	LEAD	Logindo Samudramakmur Tbk.	1.582	1.388
227.	LINK	Link Net Tbk.	0.931	0.954
228.	LION	Lion Metal Works Tbk.	0.186	0.458
229.	LMSH	Lionmesh Prima Tbk.	0.733	0.822
230.	LPCK	Lippo Cikarang Tbk.	1.566	1.377
231.	LPKR	Lippo Karawaci Tbk.	1.237	1.158
232.	LPLI	Star Pacific Tbk.	1.133	1.089
233.	LPPF	Matahari Department Store Tbk.	1.309	1.206
234.	LPPS	Lippo Securities Tbk.	0.994	0.996
235.	LRNA	Eka Sari Lorena Transport Tbk.	0.484	0.656
236.	LSIP	PP London Sumatra Indonesia Tbk.	0.872	0.915
237.	LTLS	Lautan Luas Tbk.	1.232	1.155
238.	MAGP	Multi Agro Gemilang Plantation Tbk.	0.006	0.337
239.	MAIN	Malindo Feedmill Tbk.	1.182	1.121
240.	MAMI	Mas Murni Indonesia Tbk.	1.237	1.158

PEFINDO BETA STOCK

Edition: 28-December-2018

No.	TICKER	COMPANY	RAW BETA	ADJUSTED BETA
241.	MAPI	Mitra Adiperkasa Tbk.	0.981	0.987
242.	MBAP	Mitrabara Adiperdana Tbk.	0.476	0.650
243.	MBSS	Mitrabahtera Segara Sejati Tbk.	2.330	1.887
244.	MBTO	Martina Berto Tbk.	0.784	0.856
245.	MCOR	Bank Windu Kentjana International Tbk.	0.807	0.871
246.	MDIA	Intermedia Capital Tbk.	0.147	0.431
247.	MDKA	Merdeka Copper Gold Tbk.	0.013	0.342
248.	MDLN	Modernland Realty Ltd. Tbk.	0.673	0.782
249.	MDRN	Modern Internasional Tbk.	1.121	1.081
250.	MEDC	Medco Energi International Tbk.	2.313	1.875
251.	MEGA	Bank Mega Tbk.	0.015	0.344
252.	MERK	Merck Tbk.	0.774	0.850
253.	META	Nusantara Infrastructure Tbk.	0.866	0.910
254.	MFIN	Mandala Multifinance Tbk.	0.565	0.710
255.	MGNA	Magna Finance Tbk.	0.206	0.471
256.	MICE	Multi Indocitra Tbk.	0.574	0.716
257.	MIDI	Midi Utama Indonesia Tbk.	0.383	0.588
258.	MIKA	Mitra Keluarga Karyasehat Tbk.	0.735	0.823
259.	MKNT	Mitra Komunikasi Nusantara Tbk.	0.360	0.574
260.	MKPI	Metropolitan Kentjana Tbk.	0.697	0.798
261.	MLPL	Multipolar Tbk.	2.134	1.756
262.	MMLP	Mega Manunggal Property Tbk.	0.179	0.452
263.	MNCN	Media Nusantara Citra Tbk.	1.893	1.595
264.	MPMX	Mitra Pinasthika Mustika Tbk.	0.496	0.664
265.	MPPA	Matahari Putra Prima Tbk.	2.352	1.901
266.	MRAT	Mustika Ratu Tbk.	0.414	0.610
267.	MTDL	Metrodata Electronics Tbk.	0.124	0.416
268.	MTLA	Metropolitan Land Tbk.	0.401	0.601
269.	MTSM	Metro Realty Tbk.	1.430	1.287
270.	MYOH	Samindo Resources Tbk.	0.741	0.827
271.	MYOR	Mayora Indah Tbk.	0.065	0.377
272.	MYRX	Hanson International Tbk.	0.515	0.677
273.	MYTX	Apac Citra Centertex Tbk.	1.252	1.168
274.	NAGA	Bank Mitraniaga Tbk.	1.462	1.308
275.	NELY	Pelayaran Nelly Dwi Putri Tbk.	0.951	0.967
276.	NIKL	Pelat Timah Nusantara Tbk.	0.918	0.945
277.	NIPS	Nipress Tbk.	0.636	0.757
278.	NIRO	Nirvana Development Tbk.	0.767	0.845
279.	NISP	Bank OCBC NISP Tbk.	0.170	0.447
280.	NRCA	Nusa Raya Cipta Tbk.	0.812	0.875

PEFINDO BETA STOCK

Edition: 28-December-2018

No.	TICKER	COMPANY	RAW BETA	ADJUSTED BETA
281.	OKAS	Ancora Indonesia Resources Tbk.	0.292	0.528
282.	OMRE	Indonesia Prima Property Tbk.	3.716	2.811
283.	PADI	Minna Padi Investama Tbk.	0.767	0.845
284.	PALM	Provident Agro Tbk.	0.532	0.688
285.	PANR	Panorama Sentrawisata Tbk.	0.282	0.521
286.	PANS	Panin Sekuritas Tbk.	1.020	1.014
287.	PBRX	Pan Brothers Tbk.	0.654	0.770
288.	PDES	Destinasi Tirta Nusantara Tbk.	0.782	0.855
289.	PGAS	PT Perusahaan Gas Negara Tbk.	2.507	2.005
290.	PJAA	Pembangunan Jaya Ancol Tbk.	0.101	0.401
291.	PNBN	Bank Pan Indonesia Tbk.	1.481	1.321
292.	PNBS	Bank Panin Syariah Tbk.	0.809	0.873
293.	PNIN	Panin Insurance Tbk.	1.095	1.064
294.	PNLF	Panin Financial Tbk.	1.306	1.204
295.	PNSE	Pudjiadi & Sons Tbk.	0.117	0.411
296.	POOL	Pool Advista Indonesia Tbk.	0.992	0.995
297.	PPRO	PP Properti Tbk.	1.971	1.648
298.	PRAS	Prima Alloy Steel Universal Tbk.	0.218	0.479
299.	PSAB	J Resources Asia Pasifik Tbk.	1.493	1.328
300.	PTBA	Tambang Batubara Bukit Asam (Persero) Tbk.	2.297	1.865
301.	PTIS	Indo Straits Tbk.	0.370	0.580
302.	PTPP	PP (Persero) Tbk.	2.070	1.713
303.	PTRO	Petrosea Tbk.	2.055	1.703
304.	PTSN	Sat Nusapersada Tbk.	1.780	1.520
305.	PUDP	Pudjiadi Prestige Tbk.	0.080	0.387
306.	PWON	Pakuwon Jati Tbk.	1.512	1.341
307.	PYFA	Pyridam Farma Tbk.	0.025	0.350
308.	RAJA	Rukun Raharja Tbk.	0.727	0.818
309.	RALS	Ramayana Lestari Sentosa Tbk.	1.326	1.218
310.	RANC	Supra Boga Lestari Tbk.	0.788	0.859
311.	RIGS	Rig Tenders Indonesia Tbk.	1.600	1.400
312.	RIMO	Rimo International Lestari Tbk.	0.219	0.480
313.	RMBA	Bentoel Internasional Investama Tbk.	0.129	0.419
314.	ROTI	Nippon Indosari Corpindo Tbk.	0.567	0.712
315.	RUIS	Radiant Utama Interinsco Tbk.	0.044	0.363
316.	SAFE	Steady Safe Tbk.	0.681	0.787
317.	SCCO	Supreme Cable Manufacturing & Commerce Tbk.	0.916	0.944
318.	SCMA	Surya Citra Media Tbk.	1.002	1.002
319.	SDMU	Sidomulyo Selaras Tbk.	1.562	1.375
320.	SDPC	Millennium Pharmakon International Tbk.	1.002	1.001

PEFINDO BETA STOCK

Edition: 28-December-2018

No.	TICKER	COMPANY	RAW BETA	ADJUSTED BETA
321.	SDRA	Bank Woori Saudara Indonesia 1906 Tbk.	0.403	0.602
322.	SGRO	Sampoerna Agro Tbk.	0.166	0.444
323.	SIDO	Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk.	0.536	0.691
324.	SILO	Siloam International Hospitals Tbk.	0.729	0.819
325.	SIMA	Siwani Makmur Tbk.	1.141	1.094
326.	SIMP	Salim Ivomas Pratama Tbk.	1.061	1.041
327.	SIPD	Sierad Produce Tbk.	1.653	1.435
328.	SKBM	Sekar Bumi Tbk.	0.200	0.467
329.	SKLT	Sekar Laut Tbk.	0.327	0.552
330.	SKYB	Skybee Tbk.	0.457	0.638
331.	SMAR	Smart Tbk.	0.020	0.347
332.	SMBR	Semen Baturaja (Persero) Tbk.	1.674	1.450
333.	SMCB	Holcim Indonesia Tbk.	0.798	0.865
334.	SMDM	Suryamas Dutamakmur Tbk.	0.678	0.785
335.	SMDR	Samudera Indonesia Tbk.	2.137	1.758
336.	SMGR	Semen Indonesia (Persero) Tbk.	1.748	1.499
337.	SMMT	Golden Eagle Energy Tbk.	0.847	0.898
338.	SMRA	Summarecon Agung Tbk.	2.257	1.838
339.	SMSM	Selamat Sempurna Tbk.	0.226	0.484
340.	SOCI	Soechi Lines Tbk.	2.060	1.706
341.	SPMA	Suparma Tbk.	0.691	0.794
342.	SQMI	Renuka Coalindo Tbk.	0.630	0.753
343.	SRAJ	Sejahteraya Anugrahjaya Tbk.	0.267	0.511
344.	SRIL	Sri Rejeki Isman Tbk.	0.526	0.684
345.	SRSN	Indo Acidatama Tbk.	0.302	0.535
346.	SRTG	Saratoga Investama Sedaya Tbk.	0.595	0.730
347.	SSIA	Surya Semesta Internusa Tbk.	1.557	1.372
348.	SSMS	Sawit Sumbermas Sarana Tbk.	0.601	0.734
349.	STAR	Star Petrochem Tbk.	1.420	1.280
350.	STTP	Siantar Top Tbk.	0.308	0.539
351.	SULI	SLJ Global Tbk.	3.239	2.493
352.	SUPR	Solusi Tunas Pratama Tbk.	0.206	0.471
353.	TALF	Tunas Alfin Tbk.	0.456	0.638
354.	TARA	Sitara Propertindo Tbk.	0.361	0.574
355.	TBIG	Tower Bersama Infrastructure Tbk.	0.602	0.735
356.	TBLA	Tunas Baru Lampung Tbk.	1.129	1.086
357.	TBMS	Tembaga Mulia Semanan Tbk.	1.741	1.494
358.	TELE	Tiphone Mobile Indonesia Tbk.	0.688	0.792
359.	TFCO	Tifico Fiber Indonesia Tbk.	0.828	0.885
360.	TGKA	Tigaraksa Satria Tbk.	1.122	1.082

PEFINDO BETA STOCK

Edition: 28-December-2018

No.	TICKER	COMPANY	RAW BETA	ADJUSTED BETA
361.	TIFA	Tifa Finance Tbk.	0.420	0.613
362.	TINS	Timah (Persero) Tbk.	1.840	1.560
363.	TIRA	Tira Austenite Tbk.	0.525	0.684
364.	TIRT	Tirta Mahakam Resources Tbk.	1.075	1.050
365.	TKIM	Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk.	0.103	0.402
366.	TLKM	Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk.	0.626	0.751
367.	TMAS	Pelayaran Tempuran Emas Tbk.	0.257	0.504
368.	TMPO	Tempo Intimedia Tbk.	1.186	1.124
369.	TOTL	Total Bangun Persada Tbk.	0.968	0.979
370.	TOTO	Surya Toto Indonesia Tbk.	0.054	0.370
371.	TOWR	Sarana Menara Nusantara Tbk.	0.520	0.680
372.	TPIA	Chandra Asri Petrochemical Tbk.	0.719	0.813
373.	TPMA	Trans Power Marine Tbk.	0.490	0.660
374.	TRAM	Trada Maritime Tbk.	1.055	1.037
375.	TRIL	Triwira Insanlestari Tbk.	0.312	0.542
376.	TRIM	Trimegah Securities Tbk.	0.781	0.854
377.	TRIO	Trikonsel Oke Tbk.	0.641	0.761
378.	TRIS	Trisula International Tbk.	0.190	0.460
379.	TRST	Trias Sentosa Tbk.	0.053	0.369
380.	TRUS	Trust Finance Indonesia Tbk.	0.345	0.564
381.	TSPC	Tempo Scan Pacific Tbk.	0.573	0.715
382.	TURI	Tunas Ridean Tbk.	0.047	0.365
383.	ULTJ	Ultra Jaya Milk Industry & Trading Company, Tbk.	0.225	0.483
384.	UNIT	Nusantara Inti Corpora Tbk.	0.390	0.593
385.	UNSP	Bakrie Sumatra Plantations Tbk.	0.398	0.599
386.	UNTR	United Tractors Tbk.	1.355	1.237
387.	UNVR	Unilever Indonesia Tbk.	0.953	0.969
388.	VICO	Victoria Investama Tbk.	0.166	0.444
389.	VINS	Victoria Insurance Tbk.	0.056	0.371
390.	VIVA	Visi Media Asia Tbk.	1.121	1.081
391.	VOKS	Voksel Electric Tbk.	0.439	0.626
392.	VRNA	Verena Multi Finance Tbk.	0.256	0.504
393.	WAPO	Wahana Pronatural Tbk.	0.193	0.462
394.	WEHA	WEHA Transportasi Indonesia Tbk.	0.353	0.568
395.	WIIM	Wismilak Inti Makmur Tbk.	0.515	0.676
396.	WIKA	Wijaya Karya (Persero) Tbk.	2.258	1.838
397.	WINS	Wintermar Offshore Marine Tbk.	0.739	0.826
398.	WOMF	Wahana Ottomitra Multiartha Tbk.	1.870	1.580
399.	WSKT	Waskita Karya (Persero) Tbk.	2.310	1.873
400.	WTON	Wijaya Karya Beton Tbk.	1.684	1.456

PEFINDO BETA STOCK

Edition: 28-December-2018

No.	TICKER	COMPANY	RAW BETA	ADJUSTED BETA
401.	YULE	Yulie Sekurindo Tbk.	0.403	0.602

Estimating Country Risk Premiums

Enter the current risk premium for a mature equity market

Do you want to adjust the country default spread for the additional volatility of the equity market to get to a country premium?

If yes, enter the multiplier to use on the default spread (See worksheet for volatility numbers for selected emerging markets)

5,96%

Yes

1,23

<i>Country</i>	<i>Africa</i>	<i>Moody's rating</i>	<i>Rating-based Default Spread</i>	<i>Total Equity Risk Premium</i>
Abu Dhabi	Middle East	Aa2	0,56%	6,65%
Albania	Eastern Europe & Russia	B1	5,08%	12,21%
Andorra (Principality of)	Western Europe	Baa2	2,15%	8,60%
Angola	Africa	B3	7,34%	14,99%
Argentina	Central and South America	B2	6,21%	13,60%
Armenia	Eastern Europe & Russia	B1	5,08%	12,21%
Aruba	Caribbean	Baa1	1,80%	8,18%
Australia	Australia & New Zealand	Aaa	0,00%	5,96%
Austria	Western Europe	Aa1	0,45%	6,51%
Azerbaijan	Eastern Europe & Russia	Ba2	3,39%	10,13%
Bahamas	Caribbean	Baa3	2,48%	9,02%
Bahrain	Middle East	B2	6,21%	13,60%
Bangladesh	Asia	Ba3	4,06%	10,96%
Barbados	Caribbean	Caa3	11,28%	19,83%
Belarus	Eastern Europe & Russia	B3	7,34%	14,99%

Belgium	Western Europe	Aa3	0,68%	6,80%
Belize	Central and South America	B3	7,34%	14,99%
Benin	Africa	B1	5,08%	12,21%
Bermuda	Caribbean	A2	0,96%	7,14%
Bolivia	Central and South America	Ba3	4,06%	10,96%
Bosnia and Herzegovina	Eastern Europe & Russia	B3	7,34%	14,99%
Botswana	Africa	A2	0,96%	7,14%
Brazil	Central and South America	Ba2	3,39%	10,13%
Bulgaria	Eastern Europe & Russia	Baa2	2,15%	8,60%
Burkina Faso	Africa	B2	6,21%	13,60%
Cambodia	Asia	B2	6,21%	13,60%
Cameroon	Africa	B2	6,21%	13,60%
Canada	North America	Aaa	0,00%	5,96%
Cape Verde	Africa	B2	6,21%	13,60%
Cayman Islands	Caribbean	Aa3	0,68%	6,80%
Chile	Central and South America	A1	0,79%	6,94%
China	Asia	A1	0,79%	6,94%
Colombia	Central and South America	Baa2	2,15%	8,60%
Congo (Democratic Republic of)	Africa	B3	7,34%	14,99%
Congo (Republic of)	Africa	Caa2	10,16%	18,46%
Cook Islands	Australia & New Zealand	B1	5,08%	12,21%
Costa Rica	Central and South America	B1	5,08%	12,21%
Côte d'Ivoire	Africa	Ba3	4,06%	10,96%

Croatia	Eastern Europe & Russia	Ba2	3,39%	10,13%
Cuba	Caribbean	Caa2	10,16%	18,46%
Curacao	Caribbean	A3	1,35%	7,63%
Cyprus	Western Europe	Ba2	3,39%	10,13%
Czech Republic	Eastern Europe & Russia	A1	0,79%	6,94%
Denmark	Western Europe	Aaa	0,00%	5,96%
Dominican Republic	Caribbean	Ba3	4,06%	10,96%
Ecuador	Central and South America	B3	7,34%	14,99%
Egypt	Africa	B3	7,34%	14,99%
El Salvador	Central and South America	Caa1	8,46%	16,37%
Estonia	Eastern Europe & Russia	A1	0,79%	6,94%
Ethiopia	Africa	B1	5,08%	12,21%
Fiji	Asia	Ba3	4,06%	10,96%
Finland	Western Europe	Aa1	0,45%	6,51%
France	Western Europe	Aa2	0,56%	6,65%
Gabon	Africa	Caa1	8,46%	16,37%
Georgia	Eastern Europe & Russia	Ba2	3,39%	10,13%
Germany	Western Europe	Aaa	0,00%	5,96%
Ghana	Africa	B3	7,34%	14,99%
Greece	Western Europe	B3	7,34%	14,99%
Guatemala	Central and South America	Ba1	2,82%	9,43%
Guernsey (States of)	Western Europe	Aa3	0,68%	6,80%
Honduras	Central and South America	B1	5,08%	12,21%
Hong Kong	Asia	Aa2	0,56%	6,65%

Hungary	Eastern Europe & Russia	Baa3	2,48%	9,02%
Iceland	Western Europe	A3	1,35%	7,63%
India	Asia	Baa2	2,15%	8,60%
Indonesia	Asia	Baa2	2,15%	8,60%
Iraq	Middle East	Caa1	8,46%	16,37%
Ireland	Western Europe	A2	0,96%	7,14%
Isle of Man	Western Europe	Aa2	0,56%	6,65%
Israel	Middle East	A1	0,79%	6,94%
Italy	Western Europe	Baa3	2,48%	9,02%
Jamaica	Caribbean	B3	7,34%	14,99%
Japan	Asia	A1	0,79%	6,94%
Jersey (States of)	Western Europe	Aa3	0,68%	6,80%
Jordan	Middle East	B1	5,08%	12,21%
Kazakhstan	Eastern Europe & Russia	Baa3	2,48%	9,02%
Kenya	Africa	B2	6,21%	13,60%
Korea	Asia	Aa2	0,56%	6,65%
Kuwait	Middle East	Aa2	0,56%	6,65%
Kyrgyzstan	Eastern Europe & Russia	B2	6,21%	13,60%
Latvia	Eastern Europe & Russia	A3	1,35%	7,63%
Lebanon	Middle East	B3	7,34%	14,99%
Liechtenstein	Western Europe	Aaa	0,00%	5,96%
Lithuania	Eastern Europe & Russia	A3	1,35%	7,63%
Luxembourg	Western Europe	Aaa	0,00%	5,96%
Macao	Asia	Aa3	0,68%	6,80%

Macedonia	Eastern Europe & Russia	Ba3	4,06%	10,96%
Malaysia	Asia	A3	1,35%	7,63%
Maldives	Asia	B2	6,21%	13,60%
Malta	Western Europe	A3	1,35%	7,63%
Mauritius	Asia	Baa1	1,80%	8,18%
Mexico	Central and South America	A3	1,35%	7,63%
Moldova	Eastern Europe & Russia	B3	7,34%	14,99%
Mongolia	Asia	B3	7,34%	14,99%
Montenegro	Eastern Europe & Russia	B1	5,08%	12,21%
Montserrat	Caribbean	Baa3	2,48%	9,02%
Morocco	Africa	Ba1	2,82%	9,43%
Mozambique	Africa	Caa3	11,28%	19,83%
Namibia	Africa	Ba1	2,82%	9,43%
Netherlands	Western Europe	Aaa	0,00%	5,96%
New Zealand	Australia & New Zealand	Aaa	0,00%	5,96%
Nicaragua	Central and South America	B2	6,21%	13,60%
Nigeria	Africa	B2	6,21%	13,60%
Norway	Western Europe	Aaa	0,00%	5,96%
Oman	Middle East	Baa3	2,48%	9,02%
Pakistan	Asia	B3	7,34%	14,99%
Panama	Central and South America	Baa2	2,15%	8,60%
Papua New Guinea	Asia	B2	6,21%	13,60%
Paraguay	Central and South America	Ba1	2,82%	9,43%
Peru	Central and South America	A3	1,35%	7,63%

Philippines	Asia	Baa2	2,15%	8,60%
Poland	Eastern Europe & Russia	A2	0,96%	7,14%
Portugal	Western Europe	Baa3	2,48%	9,02%
Qatar	Middle East	Aa3	0,68%	6,80%
Ras Al Khaimah (Emirate of)	Middle East	A2	0,96%	7,14%
Romania	Eastern Europe & Russia	Baa3	2,48%	9,02%
Russia	Eastern Europe & Russia	Ba1	2,82%	9,43%
Rwanda	Africa	B2	6,21%	13,60%
Saudi Arabia	Middle East	A1	0,79%	6,94%
Senegal	Africa	Ba3	4,06%	10,96%
Serbia	Eastern Europe & Russia	Ba3	4,06%	10,96%
Sharjah	Middle East	A3	1,35%	7,63%
Singapore	Asia	Aaa	0,00%	5,96%
Slovakia	Eastern Europe & Russia	A2	0,96%	7,14%
Slovenia	Eastern Europe & Russia	Baa1	1,80%	8,18%
Solomon Islands	Asia	B3	7,34%	14,99%
South Africa	Africa	Baa3	2,48%	9,02%
Spain	Western Europe	Baa1	1,80%	8,18%
Sri Lanka	Asia	B1	5,08%	12,21%
St. Maarten	Caribbean	Baa2	2,15%	8,60%
St. Vincent & the Grenadines	Caribbean	B3	7,34%	14,99%
Suriname	Central and South America	B2	6,21%	13,60%
Swaziland	Africa	B2	6,21%	13,60%

Sweden	Western Europe	Aaa	0,00%	5,96%
Switzerland	Western Europe	Aaa	0,00%	5,96%
Taiwan	Asia	Aa3	0,68%	6,80%
Tajikistan	Eastern Europe & Russia	B3	7,34%	14,99%
Tanzania	Africa	B1	5,08%	12,21%
Thailand	Asia	Baa1	1,80%	8,18%
Trinidad and Tobago	Caribbean	Ba1	2,82%	9,43%
Tunisia	Africa	B2	6,21%	13,60%
Turkey	Western Europe	Ba3	4,06%	10,96%
Turks and Caicos Islands	Caribbean	Baa1	1,80%	8,18%
Uganda	Africa	B2	6,21%	13,60%
Ukraine	Eastern Europe & Russia	Caa1	8,46%	16,37%
United Arab Emirates	Middle East	Aa2	0,56%	6,65%
United Kingdom	Western Europe	Aa2	0,56%	6,65%
United States	North America	Aaa	0,00%	5,96%
Uruguay	Central and South America	Baa2	2,15%	8,60%
Venezuela	Central and South America	C	18,00%	28,10%
Vietnam	Asia	Ba3	4,06%	10,96%
Zambia	Africa	Caa1	8,46%	16,37%