

Analisis Abnormal Return di sekitar pengumuman merger PT Kalbe Farma Tbk dan valuasi saham dengan pendekatan Free Cash Flow to the Firm

Yulia Ansari, author

Deskripsi Lengkap: <https://lib.ui.ac.id/detail?id=112709&lokasi=lokal>

Abstrak

Industri farmasi merupakan industri yang berbasis riset dimana inovasi produk dan kegiatan pemasaran yang efektif merupakan keunggulan kompetitif yang harus dimiliki oleh setiap perusahaan farmasi agar sukses di pasar. Dibukanya pasar AFTA dan harmonisasi perdagangan ASEAN pada tahun 2008, membuat peta persaingan industri farmasi yang semakin luas dan ketat. Perusahaan farmasi nasional harus mampu bersaing dengan perusahaan farmasi asing yang lebih besar dan memiliki pasar yang luas.

Era persaingan bebas dan adanya kebijakan-kebijakan baru yang dikeluarkan oleh Pemerintah untuk industri farmasi menuntut perusahaan farmasi nasional untuk meningkatkan keunggulan kompetitifnya agar mampu bersaing di pasar global. Upaya untuk menciptakan keunggulan melatarbelakangi penggabungan yang dilakukan oleh tiga perusahaan di industri farmasi yaitu, PT Kalbe Farma Tbk., PT Dankos Laboratories Tbk. dan PT Enseval. Penggabungan ketiga entitas ini membentuk satu entitas dengan nama PT Kalbe Farma Tbk (Kalbe). Tujuan utama yang ingin diraih dari merger ini adalah mencapai sinergi. Di antara potensi sinergi itu adalah pemakaian sumber daya bersama, pengurangan duplikasi aktivitas pemasaran dan rantai pasok (supply chain), posisi tawar yang kuat dengan pihak ketiga dan proses usaha yang terpadu. Selain itu penggabungan usaha ini akan memperbesar kapitalisasi pasar Kalbe di bursa, hal ini berpotensi untuk menarik minat para investor untuk membeli saham Kalbe.

Sinergi yang diperoleh dari kegiatan merger dan akuisisi akan meningkatkan nilai perusahaan dan memberikan dampak positif kepada peningkatan kesejahteraan stakeholders secara keseluruhan. Beberapa literatur di bidang keuangan meneliti mengenai return yang diperoleh dari kegiatan merger dan akuisisi dengan menggunakan metode event study. Sebagian besar penelitian yang dilakukan dengan metode ini memberikan hasil bahwa merger dan akuisisi memberikan kombinasi return yang positif bagi perusahaan target dan perusahaan pengakuisisi.

Teori merger berdasarkan sinergi dan efisiensi memprediksikan bahwa merger dan akuisisi menghasilkan return yang positif. Penelitian ini ingin menganalisis, apakah peristiwa merger (penggabungan usaha) yang dilakukannya oleh Kalbe memberikan pengaruh pada nilai perusahaan yang dicerminkan dari kinerja harga saham perusahaan di bursa. Pengaruh dari peristiwa merger dapat diperoleh dengan melakukan pengamatan terhadap terciptanya abnormal return dan pola pergerakan cumulative abnormal return pada periode di sekitar pengumuman merger (event window). Selain itu untuk mengetahui apakah saham Kalbe setelah merger merupakan investasi yang menarik dan memberikan potensi return bagi investor, maka perlu dilakukan valuasi terhadap nilai Perusahaan untuk memperoleh nilai intrinsik saham Kalbe.

Berdasarkan analisis event study, pada hari ke +2 tercipta abnormal return yang signifikan. Ketiga metode

yang digunakan memberikan kesimpulan yang sama. Metode Mean Adjusted Return menghasilkan abnormal return sebesar 9,76%, sedangkan dengan metode Market Model sebesar 8,38% dan metode Market Adjusted Return sebesar 8,83%. Secara rata-rata pada hari ke +2 dihasilkan abnormal return sebesar 8,99%. Pada hari ke +3 sampai +10 secara umum terjadi abnormal return yang negatif tetapi berdasarkan hasil uji-t, abnormal return yang dihasilkan tidak signifikan. Secara keseluruhan pada event window (-10,+10) diperoleh rata-rata abnormal return sebesar 0,46% dengan metode Mean Adjusted Return, sedangkan dengan metode Market Model dan Market Adjusted Return masing-masing sebesar 0,34% dan 0,51%. Secara rata-rata dan ketiga metode menghasilkan abnormal return sebesar 0,43%.

Pola CAR memperlihatkan pergerakan harga saham Kalbe yang stabil sejak hari -8 dan yang dilanjutkan dengan lonjakan yang tajam pada hari ke +2 sebagai reaksi dari pengumuman merger yang dilakukan perusahaan. Setelah hari ke +2 nilai CAR mengalami penurunan secara perlahan-lahan. Penurunan pola CAR kemungkinan terjadi karena aksi profit taking atau adanya koreksi harga yang disebabkan oleh lonjakan yang tinggi pada hari +2. Pada hari ke +10 diperoleh nilai CAR secara rata-rata sebesar 9,11%. Hasil yang diperoleh dari analisis abnormal return dan pergerakan pola CAR di sekitar pengumuman merger perusahaan dengan metode event study sesuai dengan teori merger berdasarkan sinergi, bahwa tindakan merger yang dilakukan oleh perusahaan memberikan return yang positif bagi pemegang saham (shareholders) sebagai cerminan dari potensi sinergi yang akan diperoleh dari merger.

Valuasi saham dilakukan dengan menggunakan metode Discounted Cash Flow dan menggunakan pendekatan Free Cash Flow to the Firm (FCFF) untuk memproyeksikan arus kas perusahaan dimasa datang. Berdasarkan hasil valuasi, diperoleh nilai intrinsik saham Kalbe sebesar Rp 1.460,- per saham. Jika dibandingkan dengan harga saham Kalbe pada tanggal 29 Desember 2006 sebesar Rp 1.190,- per saham, maka harga saham Kalbe diperdagangkan discount 18,5% dari nilai intrinsiknya, atau dengan kata lain saham Kalbe undervalued. Apabila diasumsikan bahwa fair value tidak mengalami perubahan maka harga saham Kalbe pada tanggal 1 Mei 2007 (Rp 1.260,-) diperdagangkan discount 13,7% dari nilai intrinsiknya atau undervalued. Saham Kalbe setelah sekitar 1,5 tahun merger merupakan investasi yang memberikan potensi return yang menarik. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan memiliki prospek pertumbuhan yang baik di masa datang melalui potensi sinergi sebagai dampak dari merger yang dilakukan perusahaan dan strategi bersaing perusahaan untuk menghadapi pasar global. Dari hasil valuasi ini, penulis merekomendasikan beli (buy) untuk saham Kalbe.

<hr>

Pharmaceutical industry is a research-based industry, where product innovation and effective marketing program are the crucial source of competitive advantage for every pharmaceutical company to be able to succeed. The opening of AFTA market and ASEAN trade harmonization program in 2008, lead to a broader and intense competitive market. In connection to this, national pharmaceutical companies are going to face a tough competition from global pharmaceutical companies which already has their own worldwide market.

The era of free-trade market and new regulations on pharmaceutical industry forced national pharmaceutical companies to create their competitive advantage to be able to survive in the global competition. The merger between PT Kalbe Farma Tbk, PT Dankos Laboratories Tbk. and PT Enseval to become one entity named PT Kalbe Farma Tbk (Kalbe) was done as part of the company long term strategy to create competitive

advantage in the international market. The main objective of the merger is to create synergy. The potential source of synergy would come from: elimination of resource duplication, elimination of duplication in marketing activities and supply chain, strong bargaining power with third party and streamlining all of the company's business activities. Furthermore, the merger will increase, significantly, the company's market capitalization which would attract investors to buy the company's stocks.

The synergy created by merger and acquisition will improve the value of the company and also the wealth of stakeholders as a whole. Event study was the common method in financial literature used to analyze the return or wealth created by the merger and acquisition activities. Most of the research concluded that merger and acquisition gave positive combined returns for targets and bidders.

Merger theory based on synergy and efficiency predict that return in a merger and acquisition is positive. This research tries to analyze the effect of merger into the company's value which was reflected by the company's stock price performance in the stock market. The study of the effect of merger would be done by analyzing the creation of abnormal return and the pattern of the cumulative abnormal return around the announcement day (event window). Furthermore, to know whether the company's stock is still an interesting investment and would give potential return to investors we are going to do stock valuation. Fundamental analysis was done to calculate the intrinsic value of Kalbe's stock.

Analysis based on event study methodology resulted in a significant abnormal return at day +2. We are using three methods to predict expected return and all of the three methods gave the same conclusion. The Mean Adjusted Return method arrived at estimated abnormal return of 9.76%, meanwhile the Market Model arrived at 8.38% abnormal return and Market Adjusted Return model at 8.99% abnormal return. On day +3 until +10, generally, resulted in an insignificant negative abnormal return based on t-test. On average, in the (-10, +10) event window, we arrived at estimated abnormal return of 0.46% for Mean Adjusted Return, 0.34% abnormal return Market Model and 0.35% for Market Adjusted Return. The three methods resulted in an average of 0.34% abnormal return.

The pattern of CAR shows stable movement from day -8 and followed by sharp increase on day +2 after the merger announcement day. After day +2, CAR pattern show steady decline. The downturn pattern of CAR was probably due to profit taking or price correction because of the jump in price in day +2. On day +10, on average, CAR was recorded at 9.11%. The result from the abnormal return and CAR pattern analysis aligned with the merger theory based on synergy that merger create positive return to the shareholders as a reflection of potential synergy of the company.

Valuation process was done by using Discounted Cash Flow (DCF) method with Free Cash Flow to the Firm approach to predict the company's cash flow in the future. The valuation arrived at intrinsic value of Rp 1,460,- per share for Kalbe's stocks. Compared to the actual price at 29 December 2006 at the level of Rp 1.190,- per share, then the price of the company's stock was traded at 18.5% discount, in other words the company's stock was undervalued. Assuming that fair value did not change then at 1 May 2007 (actual price Rp 1.260,- per share) was also traded discount by 13.7% from its intrinsic value or undervalued Kalbe's stock after 1.5 years of merger was still an interesting investment with attractive potential return. This result

reflects the company 's potential growth prospect as a result of synergy from merger and the company's strategy facing global market. Based on DCF valuation, we recommended buy for Kalbe 's stacks.