

ANALISA VALUASI PERUSAHAAN PERDAGANGAN ELEKTRONIK (E-COMMERCE) PT BUKALAPAK.COM TBK.

Ade Irawan¹, Herlin Tundjung Setijaningsih^{2*}

¹Pendidikan Profesi Akuntansi, Universitas Tarumanagara Jakarta*
Email: ade.126211017@stu.untar.ac.id

²Pendidikan Profesi Akuntansi, Universitas Tarumanagara Jakarta
Email: herlins@fe.untar.ac.id

*Penulis Korespondensi

Masuk: 22-04-2022, revisi: 20-07-2022, diterima untuk diterbitkan: 16-08-2022

ABSTRAK

Pandemi Covid-19 yang melanda dunia sejak tahun 2020 juga berdampak terhadap Indonesia, yang mengalami pertumbuhan ekonomi negatif (kontraksi) pada tahun tersebut. Namun demikian, ekonomi internet masih bertumbuh 18% pada tahun 2020, dan bertumbuh lagi sebesar 49% pada tahun 2021. Bukalapak bahkan mencatat sejarah pada tahun 2021 sebagai perusahaan *startup* teknologi (*e-commerce*) *unicorn* pertama yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia, meraih dana terbesar melalui IPO, dan menarik investor dalam jumlah terbanyak. Namun demikian kesuksesan Bukalapak pada saat IPO, tidak diikuti dengan kinerja harga saham setelah IPO, yang terus mengalami penurunan. Untuk itu, penelitian ini bertujuan untuk melakukan penilaian atas valuasi dari saham Bukalapak pada saat IPO. Metode yang dilakukan adalah dengan metode penilaian relatif atau pasar dengan membandingkan rasio EV/TPV dengan indikator yang setara yaitu Adj. EV/Adj. GMV terhadap beberapa perusahaan pembanding yang sejenis. Perusahaan pembanding tersebut dipilih dari beberapa perusahaan sejenis di luar negeri, mengingat di Indonesia belum ada perusahaan sejenis yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia. Hasilnya adalah valuasi dari saham Bukalapak saat IPO secara relatif lebih murah dibandingkan rata-rata valuasi perusahaan pembanding.

Kata Kunci: Metode Penilaian Relatif/Pasar; E-Commerce; EV; TPV; GMV

ABSTRACT

The Covid-19 pandemic that has hit the world since 2020 also has an impact on Indonesia, which experienced negative economic growth (contraction) in that year. However, the internet economy was still growing by 18% in 2020, and again by 49% in 2021. Bukalapak even made history in 2021 as the first unicorn technology (*e-commerce*) startup company to conduct an IPO on the Indonesia Stock Exchange, winning largest funds through IPOs, and attracted the largest number of investors. However, Bukalapak's success at the time of the IPO was not followed by the performance of the stock price after the IPO, which continued to decline. For this reason, this study aims to evaluate the valuation of Bukalapak's shares at the time of the IPO. The method used is the relative or market valuation method by comparing the EV/TPV ratio with an equivalent indicator, namely Adj. EV/Adj. GMV against several similar comparable companies. The comparable companies were chosen from several similar companies abroad, considering that in Indonesia there has been no similar company that has conducted an IPO on the Indonesia Stock Exchange. The result is that the valuation of Bukalapak's shares at the IPO is relatively cheaper than the average valuation of the comparable companies.

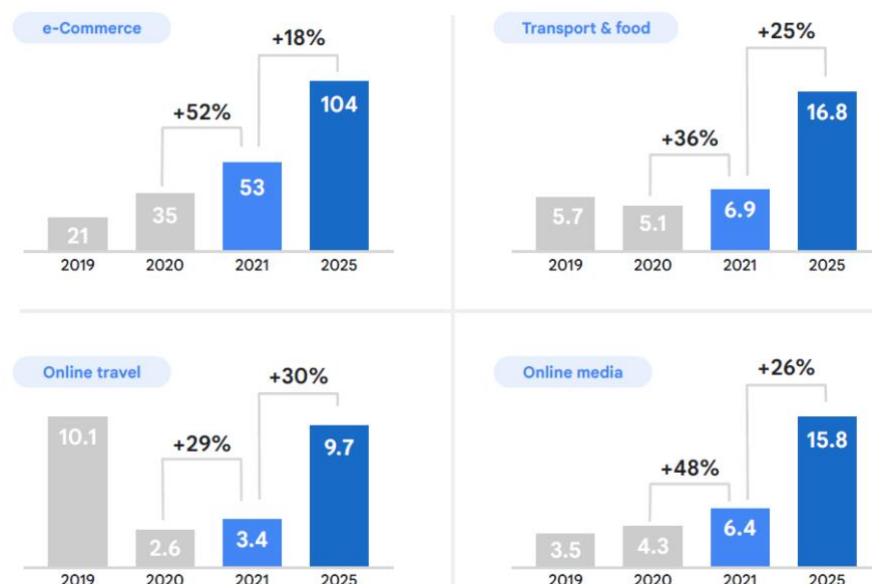
Keywords: Relative/Market Valuation; E-Commerce; EV; TPV; GMV

1. PENDAHULUAN

Pandemi Covid 19 yang terjadi mulai awal tahun 2020, berdampak tidak hanya kepada hampir seluruh sektor di dunia, namun juga di Indonesia. Hal tersebut terutama dipicu oleh adanya pembatasan untuk beraktivitas sehingga berdampak negatif terhadap jalannya perekonomian. Berdasarkan Siaran Pers Bank Indonesia (Haryono, 2021), diberlakukannya PSBB langsung berdampak terhadap pertumbuhan ekonomi Indonesia di kuartal kedua 2020 yang menurun sebesar 5,32% yoy, setelah mengalami pertumbuhan positif sebesar 2,97% yoy pada kuartal 1.

Namun demikian, di tengah menurunnya pertumbuhan ekonomi akibat pandemi Covid-19, masih terdapat sektor yang bertumbuh, salah satunya adalah sektor ekonomi digital. Dengan dibatasinya kegiatan masyarakat, maka terjadi perubahan pola hidup dan konsumsi masyarakat dengan lebih berpusat dari rumah dan mengandalkan internet. Berdasarkan laporan e-Conomy SEA (Google, Temasek, & Bain, 2021), ekonomi internet di Indonesia bertumbuh 18% pada tahun 2020 dengan *Gross Merchandise Value* (GMV) sebesar USD 47 Miliar, dan pada tahun 2021 bertumbuh lagi sebesar 49% dengan GMV sebesar USD 70 Miliar. Pertumbuhan tersebut diperkirakan terus berlanjut, dan pada tahun 2025 GMV akan menjadi sebesar USD 146 Miliar dengan CAGR 20%.

Semua sektor ekonomi internet di Indonesia bertumbuh dengan tingkat digit ganda, di mana pertumbuhan tertinggi untuk tahun 2021 dari sektor *e-commerce* yaitu 52% dengan nilai GMV sebesar USD 53 Miliar. Sektor *e-commerce* juga memberikan kontribusi paling tinggi yaitu 76% dari ekonomi internet. Selain itu untuk proyeksi pertumbuhan GMV sampai dengan tahun 2025, sektor *e-commerce* masih memberikan kontribusi tertinggi dengan nilai GMV sebesar USD 104 Miliar (71% dari ekonomi internet), dengan CAGR sebesar 18%. Hal tersebut dapat dilihat pada Grafik 1.



Grafik 1. GMV per Sektor di Indonesia (dalam USD Miliar)

Sumber: Laporan e-Conomy SEA, 2021

Sebagai salah satu perusahaan yang bergerak di bidang ekonomi internet, PT Bukalapak.com Tbk. (Bukalapak) juga mengalami peningkatan pertumbuhan penjualan. Bahkan PT Bukalapak.com melakukan penawaran umum saham perdana (*Initial Public Offering* atau IPO) dan mulai terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tanggal 6 Agustus 2021. IPO yang dilakukan oleh Bukalapak tersebut mencatatkan sejarah baru di pasar modal Indonesia yaitu: perusahaan *startup* teknologi *unicorn* pertama yang secara resmi mencatatkan sahamnya di Bursa Efek Indonesia; raihan dana terbesar melalui IPO (Rp 21,9 Triliun); menarik investor dalam jumlah terbanyak yaitu sekitar 96 ribu investor (Ramadhani, 2021). Padahal kondisi PT Bukalapak.com saat itu masih mengalami kerugian. Hal ini tentu menjadi menarik untuk diteliti apa yang membuat perusahaan e-commerce tersebut memiliki valuasi yang tinggi.

Penelitian ini juga merujuk kepada penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Johan dan Her bani (2018) terkait metode valuasi manakah yang lebih tepat untuk merger dan akuisisi. Dalam penelitian tersebut disampaikan bahwa metode penilaian relatif telah dipakai secara luas dalam negosiasi antara penjual dan pembeli, dan salah satu yang banyak menggunakan metode penilaian relatif adalah perusahaan-perusahaan *start-up*. Dalam penelitian lain yang dilakukan oleh Neaxie dan Hendrawan (2017), peneliti juga menggunakan metode penilaian relatif selain metode *Discounted Cash Flow* untuk melakukan valuasi saham pada perusahaan telekomunikasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Salah satu indikator penilaian relatif yang dipakai dalam penelitian ini adalah *multiple EV (Enterprise Value)*. *Multiple EV* biasa dipakai dalam penilaian relatif baik untuk perusahaan digital, *start-up*, ataupun perusahaan non-digital.

Penelitian ini bertujuan untuk melakukan penilaian atas valuasi dari saham Bukalapak pada saat IPO, sebagai perusahaan *startup* teknologi *unicorn* pertama yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia. Valuasi ini penting untuk dilakukan karena setelah PT Bukalapak.com, terdapat 7 Startup yang bersiap untuk melakukan IPO (Burhan, 2021): yaitu Warung Pintar, Blibli, Kredivo, Tiket.com, Traveloka, GoTo, dan TaniHub. Valuasi terhadap PT Bukalapak.com tentunya akan menjadi acuan perusahaan *startup* yang juga akan melakukan IPO. Dengan adanya valuasi ini diharapkan akan menambah pemahaman dan wawasan baik dari praktisi keuangan dan pasar modal, investor di Bursa Efek Indonesia, manajemen Bukalapak, manajemen startup lain, dan peneliti berikutnya.

TINJAUAN PUSTAKA

Pengertian Nilai

Menurut Standar Penilaian Indonesia (2018), nilai bukan merupakan suatu fakta, melainkan suatu hipotetis atau estimasi dari manfaat ekonomi yang diperoleh dari kepemilikan aset. Aset tersebut dapat berupa barang ataupun jasa. Hal tersebut juga dikenal dengan “Nilai dalam Penggunaan”. Dalam suatu pertukaran, nilai merupakan suatu harga yang paling mungkin dibayarkan, atau suatu hipotesa dari nilai yang diperkirakan dengan tujuan penilaian tertentu dan pada waktu tertentu.

Djaja (2018: 12) berpendapat bahwa penilaian bukan suatu ilmu pasti (*science*) tetapi lebih merupakan suatu ilmu seni (*art*). Penilaian termasuk ke dalam ilmu seni karena menggambarkan suatu cara pandang yang merupakan perspektif dari penilai. Walaupun dalam suatu teknik penilaian banyak digunakan formula matematis dan rumus keuangan, nilai yang dinyatakan hanyalah merupakan suatu kisaran dan bukan merupakan angka yang pasti dan tepat. Dalam melakukan penilaian, banyak digunakan perkiraan, asumsi dan juga proyeksi dari suatu rencana kerja. Unsur subjektivitas penilai turut mempengaruhi nilai yang dihasilkan, yaitu dengan adanya unsur pembenaran (*justification*) dan pertimbangan (*judgement*).

Unsur pertimbangan dan pembenaran ini juga dapat dilihat dari pengertian penilaian menurut Standar Penilaian Indonesia (2018). Penilaian adalah proses pekerjaan seorang Penilai dalam memberikan opini tertulis mengenai nilai ekonomi pada saat tertentu. Kata “Penilaian” digunakan untuk mengacu kepada proses penyusunan estimasi nilai dan dapat juga mengacu pada kesimpulan penilaian.

Metode Penilaian

Metode-metode penilaian sendiri terus berkembang dari waktu ke waktu. Ada beberapa metode penilaian yang digunakan dalam berbagai buku teks dan jurnal-jurnal. Menurut Djaja (2018: 35-41), metode penilaian dapat dibagi menjadi tiga kategori besar, yaitu: Metode Penilaian Ekonomis (*Economic Valuation Method*), Metode Penilaian Relatif atau Pasar (*Relative/Market Valuation Method*), dan Metode Berbasis Aset (*Asset Based Valuation Method*)

Metode penilaian ekonomis berasal dari pemikiran bahwa suatu aset dapat dinilai dengan memperhatikan utilitas dari aset itu dan bagaimana aset tersebut dapat dipakai untuk menghasilkan nilai bagi perusahaan pada masa yang akan datang. Metode penilaian ekonomis menilai suatu perusahaan berdasarkan manfaat ekonomis yang diperoleh dengan melakukan investasi pada perusahaan tersebut.

Dalam metode penilaian ekonomis ada beberapa model yang digunakan, antara lain model *Discounted Cash Flow (DCF)*, *Economic Value Added (EVA)*, *Adjusted Present Value (APV)*, dan *Real Option*. Dalam model *Discounted Cash Flow* sendiri ada beberapa teknik, seperti teknik pendiskontoan dividen, *free cash flow enterprise*, dan *free cash flow equity*. Metode penilaian relatif (*relative valuation*) atau biasa disebut juga metode penilaian pasar (*market valuation*) bersumber dari pandangan bahwa penilaian suatu aset dapat dilakukan dengan menilai komponen-komponen dari aset tersebut. Namun demikian, perhitungan nilai komponen-komponen dari suatu aset terkadang tidak mudah untuk dilakukan atau dihitung. Sebagai solusi atas permasalahan tersebut, metode penilaian relatif membandingkan nilai atas aset-aset serupa atau sejenis, atau membandingkan dengan transaksi yang terjadi sebelumnya atas penjualan atau pembelian aset-aset serupa atau sejenis. Dalam metode relatif ada beberapa model yang digunakan, seperti *multiples book*, *revenue*, *earnings*, dan *multiples* lainnya. GMV (*Gross Merchandise Value*) yang merupakan indikator pertumbuhan ekonomi internet termasuk sektor e-commerce sebagaimana disampaikan dalam laporan e-Conomy SEA (Google, Temasek, & Bain, 2021), juga dapat menjadi salah satu acuan *multiples*.

Metode penilaian berbasis aset menilai perusahaan terutama dari wujud atau fisik aset yang secara nyata dapat dikonversi dan direalisasikan menjadi kas ataupun mendekati ekuivalen kas, ketika aset tersebut dijual ataupun dilakukan likuidasi. Metode ini menitikberatkan pada nilai suatu aset ketika menentukan nilai wajar dari suatu perusahaan. Metode berbasis aset terdiri atas beberapa model, antara lain model *liquidation*, *realizable asset*, dan *replacement*. Dalam Standar Penilaian Indonesia 330 tentang Penilaian Bisnis (2018), terdapat tiga pendekatan yang dapat dilakukan: Pendekatan Pasar (*Market Approach*), Pendekatan Pendapatan (*Income Approach*), dan Pendekatan Aset (*Asset Approach*).

Penilaian dengan Pendekatan Pasar dilakukan dengan melakukan perbandingan antara perusahaan target (yang dinilai) dengan perusahaan yang sejenis/sebanding. Selain itu, perbandingan dapat pula dilakukan antara kepentingan kepemilikan perusahaan dan surat berharga yang ditransaksikan di pasar dengan transaksi yang terjadi atas perusahaan yang sebanding. Indikasi nilai juga dapat dilihat dari penawaran atau transaksi sebelumnya yang terjadi atas unsur perusahaan. Dalam pendekatan pasar, terdapat beberapa metode yang biasa digunakan seperti “Metode Pembandingan terhadap Perusahaan Tertutup”, “Metode Pembandingan terhadap Perusahaan Terbuka (tercatat di Bursa Efek)”, “Metode Pembandingan Perusahaan Hasil Akuisisi atau Merger”, dan/atau metode yang terjadi pada transaksi sebelumnya.

Penilaian dengan Pendekatan Pendapatan dapat dilakukan untuk memperoleh estimasi suatu Nilai dengan cara melakukan kuantifikasi dan antisipasi kemampuan objek penilaian dalam memperoleh tingkat keuntungan/imbang hasil yang akan diterima pada masa depan. Dalam pendekatan pendapatan, metode yang biasa digunakan adalah “Metode Kapitalisasi Pendapatan”, dan “Metode Diskonto Arus Kas”. Metode tersebut hanya dapat digunakan apabila manajemen Objek Penilaian telah menyusun rencana bisnis yang akan dijadikan sebagai Dasar Nilai. Penilai harus memiliki keyakinan bahwa asumsi yang digunakan dalam penyusunan rencana bisnis adalah wajar.

Penilai yang menggunakan Pendekatan Aset dalam penugasan profesional wajib memiliki keahlian dalam bidang penilaian properti dan penilaian bisnis. Pendekatan Aset dapat dilakukan untuk memperoleh indikasi nilai ekuitas atau aset bersih perusahaan, struktur permodalan, modal yang diinvestasikan, dan/atau nilai entitas tersebut. Pendekatan aset menggunakan metode sebagai berikut: “Metode Net Asset Valuation”, “Metode Penyesuaian Aktiva Bersih (*Adjusted Net Asset Method*)”, “Metode *Net Asset Valuation*”, “Metode *Asset Accumulation*”, dan atau “Metode *Excess Earning* atau Kapitalisasi Kelebihan Pendapatan”.

Menurut Damodaran (2011: 19-20), terdapat banyak model untuk menentukan valuasi perusahaan, tetapi hanya ada dua pendekatan dalam melakukan valuasi, yaitu: pendekatan intrinsik (*intrinsic valuation*) dan pendekatan relatif (*relative valuation*). Dalam pendekatan intrinsik, nilai suatu aset ditentukan oleh besarnya arus kas yang dihasilkan selama umur aset tersebut dan seberapa yakin kita atas arus kas tersebut. Sementara dalam pendekatan relatif, penilaian suatu aset berdasarkan perbandingan harga pasar dari aset sejenis.

Sementara terdapat dua kubu yang menyatakan pendekatan mana yang lebih baik (pendekatan intrinsik atau relatif), sebetulnya tidak ada pendekatan yang konsisten dapat dikatakan lebih baik dari pendekatan yang lain (Damodaran, 2011). Penilaian intrinsik memberikan gambaran yang lebih lengkap apa yang mendorong nilai bisnis atau saham, tetapi ada kalanya penilaian relatif akan menghasilkan perkiraan nilai yang lebih realistis. Sebenarnya investor dapat meningkatkan peluang dengan berinvestasi dalam saham yang dinilai terlalu rendah tidak hanya secara intrinsik, tetapi juga secara relatif.

2. METODE PENELITIAN

Metode Penelitian Analisa Valuasi Bukalapak

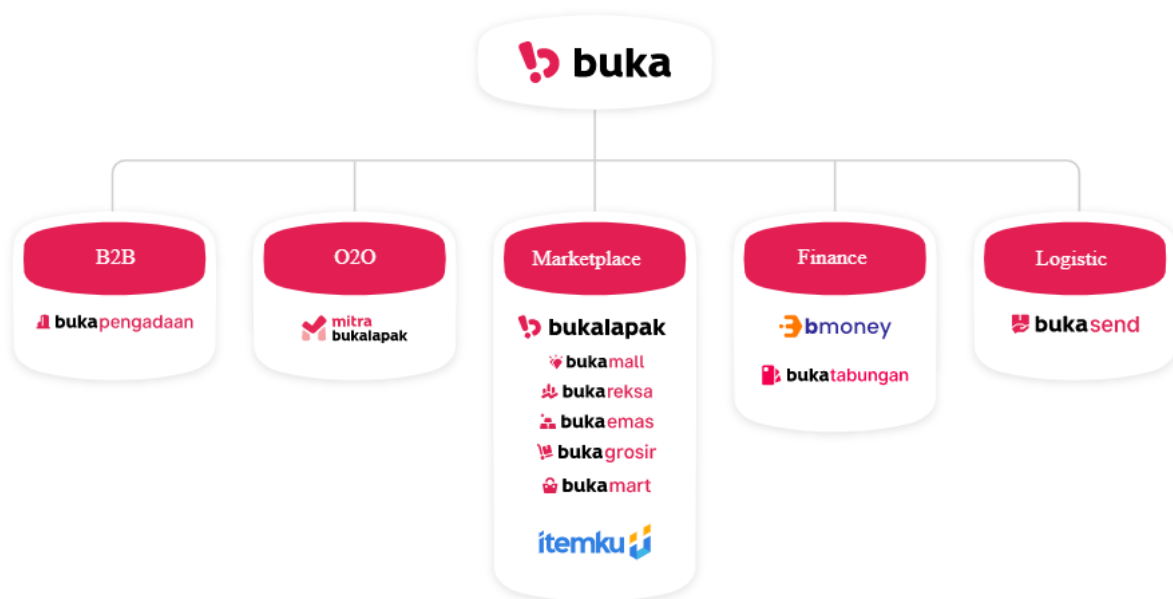
Penelitian ini menggunakan metode studi kasus, yang diawali dengan mempelajari jenis usaha Bukalapak dan juga kinerja keuangan Bukalapak. Data yang digunakan sebagai dasar penelitian adalah data Bukalapak, yang berasal dari: Prospektus final Bukalapak yang diterbitkan pada waktu Penawaran Umum Perdana Saham, Laporan Keuangan yang dipublikasikan di Bursa Efek Indonesia sampai dengan periode 9 bulan yang berakhir pada 30 September 2021, *website* Perusahaan, artikel terkait Bukalapak baik dari media cetak dan media *online*.

Dalam melakukan analisa atas valuasi Bukalapak, peneliti menggunakan metode penilaian relatif/pasar (*Relative/Market Valuation Method*). Metode penilaian relatif atau sering disebut metode penilaian pasar sering dijadikan acuan untuk menilai kewajaran harga saham di pasar modal. Selain metode perhitungannya yang cukup sederhana, metode penilaian relatif juga secara riil merefleksikan pandangan pasar.

Gambaran Umum Perusahaan

Bukalapak merupakan perusahaan *e-commerce* yang memiliki tujuan untuk merealisasikan ekonomi yang adil dan memberikan akses kepada semua orang. Misi Bukalapak berfokus untuk memberikan akses kepada Usaha Mikro Kecil Menengah (UMKM) terhadap dukungan modal dan infrastruktur yang dibutuhkan untuk mengembangkan usahanya, melalui teknologi.

Perusahaan yang berdiri pada tahun 2010 dan dimulai sebagai platform *marketplace*, saat ini sudah bertransformasi menjadi platform *all commerce*, yang melayani pasar *online* dan *offline*. Seperti dapat dilihat pada **Grafik 2**, bidang usaha Bukalapak telah berkembang selain *Marketplace*, juga B2B, O2O, *Finance*, dan *Logistic*.



Grafik 2. Bidang Usaha Bukalapak
Sumber: Website Perusahaan (buka.co.id)

Kinerja Bukalapak Sampai Dengan Periode Berakhir 30 September 2021

Kinerja keuangan dari Bukalapak untuk periode 2018 sampai dengan 2020, dan periode yang berakhir 30 September 2021, dapat dilihat pada **Tabel 1**.

Salah satu indikator kinerja utama yang digunakan oleh Bukalapak dalam mengevaluasi kinerja perusahaan adalah Nilai Pemrosesan Total (Prospektus Bukalapak, 2021). Nilai Pemrosesan Total yang biasa disebut dengan "TPV" atau *Total Processing Value* merupakan nilai Rupiah pembelian terbayar produk perusahaan (baik produk fisik ataupun virtual) yang diselenggarakan di dalam platform perusahaan. Selain nilai produk, TPV juga menghitung biaya tambahan seperti biaya layanan, logistik, pembayaran, dan biaya-biaya lainnya. TPV merupakan ukuran *operational matrix* perusahaan yang dianggap lebih sesuai dengan bisnis perusahaan dibandingkan dengan GMV (*Gross Merchandise Value* atau Nilai Barang Dagangan Kotor). Nilai GMV yang tidak terbayar tidak dimasukkan ke dalam nilai TPV.

Tabel 1. Kinerja Keuangan Bukalapak Periode 2018-2020 dan Periode yang Berakhir 30 Sep 2021

Sumber: Diolah dari Prospektus dan Laporan Keuangan Bukalapak Kuartal 3 Tahun 2021

Items (angka dalam Rp M)	2018	2019	2020	CAGR	Growth (19-20)	Sep-21	Growth 9M	
Neraca								
Total Aset	3,068	2,054	2,594	-8%	26%	25,020	865%	
Total Liabilitas	1,108	898	986	-6%	10%	1,067	8%	
Modal Saham	5,456	7,469	9,230	30%	24%	32,700	254%	
Akumulasi Rugi dan OCI	(3,497)	(6,314)	(7,633)	48%	21%	(8,757)	15%	
NCI	0	0	11			9	-11%	
Total Ekuitas	1,960	1,155	1,608	-9%	39%	23,952	1390%	
						9M 2020	9M 2021	YoY
Transaction Processing Value	28,338	57,391	85,082	73%	48%	58,249	87,898	51%
Laba Rugi								
Pendapatan Neto	292	1,077	1,352	115%	26%	948	1,348	42%
Beban Pokok Pendapatan	0	(268)	(123)		-54%	(91)	(208)	129%
Laba Bruto	292	809	1,228	105%	52%	857	1,139	33%
Beban Penjualan & Pemasaran	(1,997)	(2,323)	(1,520)	-13%	-35%	(1,092)	(1,316)	21%
Beban Umum, Adm, Lainnya	(578)	(1,327)	(1,546)	64%	16%	(1,167)	(1,039)	-11%
Rugi Usaha	(2,283)	(2,841)	(1,838)	-10%	-35%	(1,402)	(1,216)	-13%
Total Rugi Komprehensif	(1,316)	(2,817)	(2,234)	30%	-21%	(1,377)	(1,125)	-18%
Arus Kas								
Arus Kas Aktivitas Operasi	(1,811)	(3,062)	(1,154)	-20%	-62%	(683)	(1,124)	65%
Arus Kas Aktivitas Investasi	(546)	(83)	(1)	-95%	-98%	(52)	18	-134%
Arus Kas Aktivitas Pendanaan	4,164	2,005	1,747	-35%	-13%	375	23,244	6091%

3. HASIL DAN PEMBAHASAN

Kinerja Bukalapak Saat IPO dan Setelah IPO

Ketika Bukalapak melakukan IPO, perusahaan masih dalam kondisi merugi walaupun dengan rugi yang semakin kecil. Total rugi komprehensif menurun sebesar 21% untuk periode 2019-2020, yaitu dari rugi Rp 2,8 triliun menjadi rugi Rp 2,2 triliun. Namun demikian, Bukalapak termasuk ke dalam perusahaan dengan pertumbuhan tinggi, yang dapat dilihat dari pertumbuhan penjualan, laba bruto, dan juga TPV. Bukalapak mengalami pertumbuhan tinggi dalam hal pendapatan neto, yaitu CAGR sebesar 115% untuk periode 2018-2020, dan pertumbuhan 26% untuk periode 2019-2020. Bukalapak juga mengalami pertumbuhan tinggi dalam hal laba bruto, yaitu CAGR sebesar 105% untuk periode 2018-2020, dan pertumbuhan 52% untuk periode 2019-2020. Sementara TPV mengalami pertumbuhan selama 2018-2020 dengan CAGR sebesar 73%, dan pertumbuhan 48% untuk periode 2019-2020.

Prospek pertumbuhan Bukalapak untuk masa mendatang masih besar dengan model bisnis yang dijalankan dan pengembangan bisnis yang dilakukan. Perusahaan terus mengembangkan ekosistem bisnisnya mulai dari *Marketplace*, kemudian merambah kepada B2B, O2O, *Finance*, dan *Logistic*, sebagaimana digambarkan dalam **Grafik 2**. Ketika perusahaan mempunyai keunggulan kompetitif, perusahaan tersebut dapat bertumbuh kuat secara berkelanjutan dan memiliki *return on invested capital* yang tinggi (Koller, Goedhart, dan Wessels, 2015: 3).

Menurut Frost & Sullivan, Bukalapak yang memiliki fokus pada daerah non-Tier 1 merupakan salah satu perusahaan “All-Commerce” terbesar di Indonesia, dan berdasarkan nilai TPV, Bukalapak juga merupakan pemimpin dalam kategori pasar warung elektronik (e-warung) di Asia Tenggara (Prospektus Bukalapak, 2021). Sejak berdiri pada tahun 2010, Perusahaan menjalankan kegiatan bisnis utamanya melalui platform seluler Bukalapak dan Mitra Bukalapak, yang menawarkan nilai manfaat dalam skala besar di Indonesia yang mencakup semua segmen pasar di semua saluran. Layanan yang dicakup perusahaan adalah perpaduan antara jaringan ritel *offline* yang luas dengan *online marketplace* dan mencakup seluruh wilayah Indonesia. Dengan model bisnis yang dijalankan, perusahaan dapat memperluas basis pelanggan dan jaringan Mitra dengan cepat, serta memperkuat pengenalan merk perusahaan secara luas di seluruh Indonesia. Volume pembelian terbayar yang difasilitasi oleh platform perusahaan atau TPV telah meningkat secara signifikan dari Rp 28,3 triliun pada tahun 2018, menjadi Rp 57,4 triliun pada tahun 2019, dan selanjutnya menjadi Rp 85,1 triliun pada tahun 2020.

Pertumbuhan Bukalapak yang tinggi, dari sisi pertumbuhan penjualan, laba bruto, dan TPV, memberikan harapan kepada investor akan pertumbuhan harga saham Bukalapak setelah IPO. Hal tersebut juga diiringi dengan kesuksesan Bukalapak dalam meraup dana lewat IPO sebesar Rp 21,9 Triliun dan kelebihan permintaan sampai dengan 8,7 kali lipat saat *bookbuilding*. Namun demikian, ternyata tren pergerakan harga sahamnya setelah IPO menunjukkan tren yang menurun. Hal tersebut dapat dilihat dari **Grafik 3**.

Pada hari pertama IPO yaitu pada tanggal 6 Agustus 2021, Bukalapak yang melakukan penawaran perdana saham pada harga Rp 850/lembar, berhasil mencatat harga penutupan Rp 1.060/lembar. Harga penutupan tertinggi sebesar Rp 1.110/lembar terjadi pada tanggal 9 Agustus 2021, namun kemudian pergerakan harganya terus menurun, dan pada tanggal 18 Februari 2022 ditutup pada harga Rp 374/lembar (menurun sebesar 56% dari harga perdana saham).

Kinerja keuangan Bukalapak sendiri setelah IPO masih mengalami pertumbuhan. Kinerja untuk periode yang berakhir 30 September 2021 dibandingkan dengan periode yang berakhir 30 September 2020 adalah sebagai berikut: penurunan rugi komprehensif sebesar 18% dari rugi Rp 1,4 triliun menjadi rugi Rp 1,1 triliun, pertumbuhan pendapatan neto sebesar 42% dari Rp 948 miliar menjadi Rp 1,3 triliun, pertumbuhan laba bruto sebesar 33% dari Rp 857 miliar menjadi Rp 1,1 triliun, dan pertumbuhan TPV sebesar 51% dari Rp 58,2 triliun menjadi Rp 87,9 triliun.



Grafik 3. Tren Harga Saham Bukalapak dari 6 Agustus 2021 – 18 Februari 2022
Sumber: Data Bursa Efek Indonesia

Metode Penilaian Bukalapak

Berdasarkan kondisi Bukalapak yang masih merugi dan dengan arus kas aktivitas operasi yang masih negatif, metode valuasi Bukalapak tidak dapat ditentukan secara langsung dengan metode penilaian ekonomis, seperti metode *Discounted Cash Flow* (DCF). Asumsi yang digunakan dalam metode DCF akan sulit untuk dijustifikasi karena secara historis perusahaan belum mengalami keuntungan ataupun arus kas aktivitas operasi yang masih negatif. Untuk itu, penilaian relatif menjadi pendekatan yang dapat dilakukan untuk mengukur kewajaran penilaian harga saham perusahaan.

Menurut Djaja (2018: 263), pandangan dasar penilaian relatif berasal dari pemahaman bahwa segala sesuatu atau objek senantiasa mempunyai pembandingan. Objek yang mau dinilai dapat diukur dengan membandingkannya dengan objek-objek lain yang sejenis atau yang mendekati karakteristik objek tersebut. Dalam hal penilaian perusahaan, ada dua aspek yang dapat dijadikan bahan pembandingan, yaitu: 1) Perusahaan-perusahaan pembandingan. Perusahaan pembandingan yang dipilih adalah perusahaan-perusahaan lain yang sejenis atau mempunyai karakteristik bisnis yang mendekati perusahaan target. 2) Transaksi-transaksi pembandingan, seperti transaksi-transaksi merger dan akuisisi pada perusahaan lain dengan karakteristik sama yang pernah terjadi sebelumnya.

Secara umum, ada empat kategori besar *multiple* yang diperbandingkan (Djaja, 2018: 265-266), yaitu: 1) *Multiple Pendapatan (Revenue Multiple)*, contohnya: *Price to Sales* (P/S) dan *EV/Sales*; 2) *Multiple Laba (Earnings Multiple)*, contohnya: multiple Laba Bersih (*Price Earnings* atau P/E), Multiple Laba Sebelum Bunga dan Pajak (*EV/Earnings Before Interest and Tax* atau EBIT), Laba Sebelum Bunga, Pajak, Depresiasi, dan Amortisasi (*EV/EBITDA*); 3) Multiple Book (*Book Multiple*), contoh: multiple Nilai Buku (*Price to Book*); 4) Multiple-multiple lainnya. Penggunaan multiple-multiple lain ini sangat bergantung pada *nature* sebuah industri, indikator-indikator kunci, dan ketersediaan data-data pembandingan.

Industri *e-commerce* sendiri termasuk ke dalam ekonomi internet, di mana salah satu indikator kunci yang dilihat adalah berdasarkan *Gross Merchandise Value* (GMV) (Google, Temasek, dan Bain, 2021). Sehingga dalam penggunaan metode penilaian relatif, dapat membandingkan rasio EV/GMV, atau dalam hal Bukalapak adalah rasio EV/TPV. EV atau *Enterprise Value* adalah nilai dari suatu perusahaan, yang merupakan nilai teoritis yang harus dibayar untuk mengakuisisi sepenuhnya perusahaan tersebut (Fernando, 2022).

Enterprise Value (EV) merupakan ukuran dari seluruh nilai Perusahaan (berlaku untuk seluruh jenis usaha, baik perusahaan digital ataupun non-digital). Formula EV adalah sebagai berikut: $EV = MC + \text{Total Debt} - C$ (Fernando, 2022). MC merupakan kapitalisasi pasar yang dihitung dari harga saham saat ini dikalikan dengan jumlah saham yang beredar. Total Debt merupakan jumlah hutang baik jangka pendek ataupun jangka panjang. C merupakan jumlah kas dan ekuivalen kas dari suatu perusahaan. Sedangkan pengertian GMV dan TPV telah dijelaskan dalam bagian ketiga dari Metode Penelitian, yang dijelaskan ketika membahas indikator utama yang digunakan oleh Bukalapak.

Perusahaan Pembanding

Dalam menerapkan metode penilaian relatif tersebut, perlu dicari perusahaan pembanding yang memiliki usaha yang sejenis dengan Bukalapak. Untuk mendapatkan perusahaan pembanding, dilakukan penelitian terlebih dahulu apakah terdapat perusahaan sejenis yang terdapat di Indonesia. Pencarian tersebut dilakukan di Bursa Efek Indonesia karena selain diperlukan perusahaan pembanding, juga dibutuhkan data pembanding yang dapat diakses sebagaimana halnya yang terjadi pada perusahaan terbuka. Sementara untuk perusahaan sejenis yang tertutup, tidak terdapat data pembanding yang diumumkan secara terbuka kepada publik.

Berdasarkan data per tanggal 18 Maret 2022, terdapat 28 perusahaan pada sektor teknologi yang tercatat pada Bursa Efek Indonesia. Namun demikian, tidak terdapat perusahaan dengan jenis usaha seperti Bukalapak, sehingga tidak dapat dijadikan sebagai perusahaan pembanding. Setelah tidak terdapat perusahaan pembanding dari perusahaan yang terdapat di Bursa Efek Indonesia, Peneliti mencari perusahaan pembanding di luar negeri yang memiliki jenis usaha yang sebanding dengan Bukalapak, dan memiliki data pembanding sebagai bagian dari pendekatan penilaian relatif. Perusahaan tersebut adalah perusahaan yang fokus bisnisnya adalah *e-commerce*, yang bekerja sama dengan usaha *retail* dan didukung oleh teknologi digital/internet. Perusahaan pembanding yang dibutuhkan juga cukup banyak (dalam penelitian ini dilakukan terhadap 9 perusahaan), untuk meminimalkan adanya bias yang dapat disebabkan oleh perbedaan karakter bisnis, tingkat persaingan ataupun perlakuan akuntansi yang terjadi dalam negara di mana perusahaan tersebut beroperasi.

Perusahaan tersebut adalah sebagai berikut:

1. Alibaba. Perusahaan teknologi multinasional yang berasal dari Cina, dengan fokus usaha pada *e-commerce*, *retail*, *internet*, dan teknologi, dan beroperasi secara global.
2. Pinduoduo. Pinduoduo berasal dari Cina, dan merupakan sebuah platform perdagangan elektronik yang beroperasi di Asia, yang membolehkan para pengguna untuk berpartisipasi dalam perjanjian pembelian berkelompok.
3. Mercado Libre. Mercado Libre berasal dari Argentina, dan merupakan perusahaan *e-commerce* dan ekosistem pembayaran terbesar di Amerika Latin.
4. Allegro. Allegro merupakan perusahaan platform belanja berasal dari Polandia dan merupakan salah satu perusahaan *e-commerce* terbesar di Eropa.
5. Jumia. Jumia merupakan perusahaan teknologi dari Nigeria yang merupakan platform marketplace yang beroperasi di Afrika, yang didukung oleh jasa logistik dan pembayaran.
6. Amazon. Amazon merupakan perusahaan multinasional teknologi yang berasal dari Amerika Serikat, dengan fokus bisnis pada *e-commerce*, *cloud computing*, *digital streaming*, dan *artificial intelligence*.
7. Jd.com. Jd.com merupakan perusahaan *e-commerce* yang berasal dari Cina, yang beroperasi secara global.

8. Ozon. Ozon merupakan salah satu perusahaan e-commerce pertama yang berada di Rusia, yang biasa disebut juga sebagai “the Amazon of Russia”.
9. B2W. B2W merupakan perusahaan online retail di Amerika Latin, yang merupakan hasil merger dari Americanas.com dan Submarino.com.

Penilaian Relatif Berdasarkan Data Pembandingan

Setelah mendapatkan perusahaan pembandingan, peneliti menghitung terlebih dahulu indikator dari Bukalapak, yang nanti akan dibandingkan dengan indikator dari perusahaan pembandingan. Indikator tersebut adalah EV/TPV. Periode yang digunakan untuk menilai indikator tersebut adalah periode tahun yang berakhir 31 Desember 2020, sebagai tahun sebelum dilakukannya IPO oleh Bukalapak.

$$EV \text{ Bukalapak} = MC + \text{Total Debt} - C$$

$$MC = \text{Rp } 87,6 \text{ Triliun (menggunakan basis harga penawaran perdana saham Bukalapak pada saat IPO)}$$

$$\text{Total Debt} = \text{Rp } 986 \text{ Milyar}$$

$$\text{Total Cash} = \text{Rp } 1,5 \text{ Triliun}$$

$$EV = \text{Rp } 87,1 \text{ Triliun}$$

$$TPV = \text{Rp } 85,1 \text{ Triliun}$$

$$EV/TPV = 1,02x.$$

Data pembandingan dari perusahaan pembandingan diambil dari Laporan Odin Financial Advisors mengenai *e-Commerce & Payments Monthly Tracker, January 2021*, yang dapat dilihat pada **Tabel 2**.

Tabel 2. Data Perusahaan Pembandingan

Sumber: Laporan Odin Financial Advisors tentang *E-Commerce & Payments Monthly Tracker*

No.	Nama Perusahaan	EV (US\$ b)	Adj. EV (US\$ b)	Adj. EV/Adj. GMV CY20
1	Alibaba	683.3	595.9	0.4x
2	Pinduoduo	202.3	202.3	1.0x
3	Mercado Libre	90.8	65.2	3.3x
4	Allegro	19.6	19.6	2.5x
5	Jumia	4.4	4.4	6.3x
6	Amazon	1652.9	1196.5	2.4x
7	Jd.com	131.9	131.9	0.4x
8	OZON	9.5	9.5	4.6x
9	B2W	8.4	8.4	1.5x
	Median	90.8	65.2	2.4x
	Average	311.5	248.2	2.5x

Data pembandingan yang digunakan adalah Adjusted EV/Adjusted GMV, yang dapat dikatakan setara dengan EV/TPV yang digunakan oleh Bukalapak. Adjusted EV adalah EV sehubungan dengan bisnis *e-commerce*, yang mengeluarkan bisnis *non-e-commerce* seperti *cloud computing* dari Amazon dan Alibaba, dan *fintech* dari Mercado Libre. Sedangkan adjusted GMV adalah total GMV dari platform *e-commerce* setelah dikurangi dengan retur dan pajak penjualan.

Berdasarkan perbandingan dengan perusahaan pembanding, EV/TPV Bukalapak yang sebesar 1,02x masih berada di bawah median Adj. EV/Adj. GMV perusahaan pembanding yaitu sebesar 2,4x dan masih berada di bawah rata-rata Adj. EVAdj. GMV perusahaan pembanding yaitu sebesar 2,5x. Hasil perbandingan tersebut menunjukkan bahwa valuasi Bukalapak pada saat IPO berada di bawah rata-rata valuasi perusahaan sejenis di dunia, atau secara relatif lebih murah daripada perusahaan pembanding tersebut.

Meskipun valuasi Bukalapak berada di bawah rata-rata valuasi perusahaan sejenis di dunia, kinerja Bukalapak di masa mendatang dapat diharapkan terus bertumbuh seiring dengan pertumbuhan ekonomi internet di Indonesia. Hal ini berdasarkan laporan e-Conomy SEA (Google, Temasek, & Bain, 2021), yaitu proyeksi pertumbuhan GMV sampai dengan tahun 2025, di mana sektor *e-commerce* memberikan kontribusi tertinggi dengan nilai GMV sebesar USD 104 Miliar (71% dari ekonomi internet), dengan CAGR sebesar 18%. Selain itu, Bukalapak juga menjalankan strategi dalam memperluas dan memperdalam pasar, dan juga terus meningkatkan ekosistem digital baik melalui pertumbuhan secara organik dan anorganik, sehingga mendukung pertumbuhan berkelanjutan dari Bukalapak. Dengan demikian, valuasi Bukalapak dapat terus bertumbuh seiring dengan pertumbuhan kinerjanya, dan dapat sebanding dengan perusahaan-perusahaan sejenis di dunia.

Setelah IPO, berdasarkan laporan keuangan Bukalapak yang berakhir pada tanggal 30 September 2021, TPV Bukalapak mengalami peningkatan 51% YoY menjadi sebesar Rp 87,9 Triliun atau jika disetahunkan menjadi sebesar Rp 117,2 Triliun. Kapitalisasi pasar Bukalapak pada tanggal 30 September 2021 adalah sebesar Rp 88,6 Triliun. Total Debt = 1,07 Triliun. Total Cash = Rp 23,6 Triliun. $EV \text{ Bukalapak pada tanggal 30 September 2021} = MC + \text{Total Debt} - C = \text{Rp } 66,07 \text{ Triliun}$. EV/TPV (yang disetahunkan) Bukalapak menjadi sebesar 0,56x.

EV/TPV Bukalapak pada tanggal 30 September 2021 mengalami penurunan, terutama disebabkan oleh pertumbuhan TPV Bukalapak. Setelah tanggal 30 September 2021, dengan menurunnya harga saham Bukalapak, kapitalisasi pasar Bukalapak juga semakin menurun. Hal ini dapat menyebabkan EV/TPV Bukalapak akan semakin kecil, terutama jika diikuti dengan pertumbuhan TPV perusahaan. Hal tersebut menyebabkan valuasi Bukalapak semakin murah dibandingkan perusahaan pembanding sejenis di luar negeri. Dalam jangka panjang, kinerja Bukalapak diharapkan dapat terus bertumbuh seiring pula dengan pertumbuhan ekonomi internet, sehingga valuasi perusahaan dapat bertumbuh pula (dengan meningkatnya harga saham), dan dapat sebanding dengan perusahaan-perusahaan sejenis di dunia.

4. KESIMPULAN DAN SARAN

Hasil penelitian di atas menjelaskan bahwa valuasi dari saham Bukalapak ketika melakukan IPO berada di bawah rata-rata valuasi perusahaan pembanding di dunia. Di Bursa Efek Indonesia sendiri belum ada acuan valuasi perusahaan sejenis yang sudah tercatat, sementara kondisi perusahaan masih merugi walaupun dengan pertumbuhan pendapatan, laba bruto, dan TPV yang tinggi. Dengan demikian, penetapan valuasi Bukalapak yang secara relatif lebih murah dibandingkan valuasi perusahaan pembanding di dunia merupakan strategi penetapan harga yang wajar, mengingat Bukalapak adalah perusahaan *startup* teknologi *unicorn* pertama yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia.

Strategi penetapan harga saham perdana tersebut juga memberikan ruang bagi investor untuk mempelajari model bisnis Bukalapak, mengamati pertumbuhan bisnis perusahaan, dan juga dapat mengharapkan potensi adanya *capital gain* atas investasi yang dilakukan. Sehingga valuasi saham Bukalapak pada saat IPO dihargai lebih murah dibandingkan dengan rata-rata valuasi saham perusahaan pembanding di dunia.

Penetapan harga saham perdana Bukalapak sebetulnya dapat diterima oleh investor pada saat IPO, yaitu dengan kesuksesan perusahaan meraup dana lewat IPO yaitu sebesar Rp 21,9 triliun (terbesar dalam sejarah IPO di Bursa Efek Indonesia) dan mengalami kelebihan permintaan sampai dengan 8,7 kali lipat saat *bookbuilding*. Penurunan harga saham yang terjadi setelah IPO dapat disebabkan oleh karena: investor pada umumnya cenderung mengharapkan keuntungan jangka pendek atas saham-saham yang melakukan IPO, sehingga ikut melakukan penjualan ketika gelombang penurunan harga saham terjadi. Selain itu, banyak investor juga belum memahami valuasi perusahaan e-commerce, sehingga keputusan untuk menjual dan membeli lebih berdasarkan pergerakan harga saham di pasar, dan bukan berdasarkan fundamental perusahaan.

Kelemahan dari penelitian ini adalah perusahaan pembanding yang digunakan adalah perusahaan-perusahaan di luar negeri, yang belum tentu memiliki karakter industri, pasar, operasional, yang serupa dengan perusahaan di Indonesia. Penggunaan metode pencatatan akuntansi juga mungkin berbeda antara perusahaan yang dinilai dengan perusahaan-perusahaan pembanding, atau antara satu perusahaan pembanding dan perusahaan pembanding lainnya.

Saran kepada manajemen perusahaan, manajer investasi, sekuritas, dan akademisi, untuk terus melakukan edukasi kepada investor terkait valuasi terhadap perusahaan *e-commerce*. Selain itu manajemen perusahaan juga harus membuktikan adanya pertumbuhan kinerja perusahaan dari waktu ke waktu, sehingga menumbuhkan keyakinan kepada investor untuk berinvestasi pada saham perusahaan. Manajemen perlu mempertimbangkan juga pembelian kembali saham (*buyback*), ketika harga saham sudah menurun cukup dalam di bawah harga wajarnya dan untuk kasus Bukalapak di bawah harga penawaran perdana saham. Untuk manajemen *start up* berikutnya yang akan melakukan IPO, perusahaan perlu pula melakukan edukasi atas valuasi perusahaan, dan menyiapkan langkah untuk menjaga kestabilan harga sahamnya setelah IPO. Sedangkan untuk peneliti berikutnya, setelah lebih banyak perusahaan *start up* teknologi yang melakukan IPO berikutnya di Indonesia, dapat mengembangkan penilaian relatif dengan perusahaan pembanding di Indonesia. Selain itu, ketika perusahaan mulai mendapatkan keuntungan, peneliti berikutnya dapat mengembangkan penilaian valuasi perusahaan dengan metode penilaian ekonomis, seperti metode *Discounted Cash Flow*.

Ucapan Terima Kasih

Puji syukur kepada Tuhan Yang Maha Esa karena atas berkat dan rahmat-Nya penulis dapat menyelesaikan penelitian ini. Terima kasih pula kepada Ibu Herlin Tundjung Setijaningsih selaku dosen pembimbing yang dengan sabar memberikan bimbingan dan juga motivasi kepada penulis untuk menyelesaikan penelitian ini. Selain itu penulis juga ingin mengucapkan terima kasih kepada keluarga yang selalu memberikan dukungan dan semangat kepada penulis, dan juga teman-teman atas perhatian dan semangat yang diberikan.

REFERENSI

- Damodaran, A. (2011). *The Little Book of Valuation: How to Value a Company, Pick a Stock, and Profit*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Djaja, I. (2018). *All About Corporate Valuation*. Edisi Revisi. Jakarta: PT Elex Media Komputindo.
- Fernando, J. (2022). *Enterprise Value (EV)*. Diakses tanggal 17 Maret 2022 dari [https://www.investopedia.com/terms/e/enterprisevalue.asp#:~:text=Key%20Takeaways-,Enterprise%20value%20\(EV\)%20is%20a%20measure%20of%20a%20company's%20total,on%20the%20company's%20balance%20sheet](https://www.investopedia.com/terms/e/enterprisevalue.asp#:~:text=Key%20Takeaways-,Enterprise%20value%20(EV)%20is%20a%20measure%20of%20a%20company's%20total,on%20the%20company's%20balance%20sheet).
- Google, Temasek, & Bain. (2021). *e-Conomy SEA 2021*. Diakses tanggal 14 Desember 2021 dari https://services.google.com/fh/files/misc/e_conomy_sea_2021_report.pdf.
- Haryono, E. (2021). *Siaran Pers Bank Indonesia: Pertumbuhan Ekonomi Indonesia Triwulan IV 2020 Melanjutkan Perbaikan*. Diakses tanggal 13 Februari 2022 dari https://www.bi.go.id/id/publikasi/ruang-media/news-release/Pages/sp_233321.aspx.
- Johan, S. & Herhani, L. (2018). Metode Valuasi Manakah yang Lebih Tepat untuk Merger dan Akuisisi? *Jurnal Muara Ilmu Ekonomi dan Bisnis*, 2(1), 64-71.
- Koller, T, Goedhart, M, Wessels, D. (McKinsey & Company). (2015). *Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies*. Edisi VI. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Masyarakat Profesi Penilai Indonesia. (2018). *Kode Etik Penilai Indonesia dan Standar Penilaian Indonesia*. Edisi VII. Jakarta.
- Neaxie, L.V. & Hendrawan, R. (2017). Valuasi Saham Menggunakan Metode Discounted Cash Flow dan Relative Valuation pada Perusahaan Telekomunikasi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia untuk Proyeksi Tahun 2017. *E-Proceeding of Management*, 4(2), 1-8.
- Odin Financial Advisors. (2021). *e-Commerce & Payments Monthly Tracker, January 2021*. Diakses tanggal 6 Maret 2022 dari https://www.odinfinancial.com/wp-content/uploads/2021/02/Odin-Financial-Advisors_eCommerce-Payments_Monthly-Tracker_Jan21.pdf.
- Prospektus Penawaran Umum Perdana Saham PT Bukalapak.com Tbk, 27 Juli 2021*. Diakses tanggal 26 November 2021 dari <https://assets.bukalapak.com/daisy/compro/docs/investor-relations/prospectus/040c97fd-prospektus-final-bukalapak.pdf>.
- Ramadhani, P.I. (2021, August 7). *Sederet Fakta Menarik IPO Bukalapak yang Catatkan Sejarah Baru di Pasar Modal Indonesia*. Diakses tanggal 15 Februari 2022 dari <https://www.liputan6.com/saham/read/4626733/sederet-fakta-menarik-ipo-bukalapak-yang-catatkan-sejarah-baru-di-pasar-modal-indonesia>.