

Open Analysis:

Kami yang Salah Baca, Atau Apakah Ada yang Memperhatikan bahwa Bukalapak.com Akan Mengakuisisi Startup MVP* Ini Senilai Setengah dari Kapitalisasi Pasarnya Sendiri?

23 Maret 2022

**Minimum Viable Product*



Disclaimer

*Nilzon
Capital*

Pengungkapan Penting: Investor harus menyadari bahwa Nilzon Capital mungkin memiliki konflik kepentingan yang dapat mempengaruhi objektivitas perusahaan. Investor tidak boleh mempertimbangkan laporan Nilzon Capital sebagai faktor dalam membuat keputusan investasi mereka dan tidak boleh menganggapnya sebagai saran investasi. Semua informasi yang terkandung di sini didasarkan pada informasi yang tersedia untuk umum dan telah diperoleh dari sumber-sumber yang diyakini Nilzon Capital dapat diandalkan dan benar pada saat laporan ini diterbitkan. Namun, sumber tersebut belum diverifikasi secara independen oleh Nilzon Capital dan/atau afiliasinya dan laporan ini tidak dimaksudkan untuk memuat semua informasi yang mungkin diperlukan oleh calon investor. Pendapat yang diungkapkan di sini adalah pendapat Nilzon Capital yang berlaku untuk saat ini saja dan dapat berubah tanpa pemberitahuan sebelumnya.

Nilzon Capital mempublikasikan Informasi mengenai saham, komoditas, mata uang dan/atau sekuritas tertentu (secara bersama-sama disebut “Efek”) yang kami yakini dapat menarik minat pembaca kami. Informasi disediakan hanya untuk tujuan informasi, dan Nilzon Capital tidak terlibat dalam menerbitkan artikel ini untuk digunakan sebagai nasihat investasi publik atau rekomendasi terkait investasi, dan Nilzon Capital juga tidak memerintahkan pembelian atau penjualan, atau menawarkan, Efek apa pun yang ditampilkan oleh dan/atau melalui artikel Nilzon Capital dan tidak ada yang kami lakukan dan tidak ada elemen dari artikel Nilzon Capital yang dapat ditafsirkan demikian. Tanpa membatasi hal-hal di atas, Informasi disini tidak dimaksudkan untuk ditafsirkan sebagai rekomendasi untuk membeli, menahan atau menjual Efek tertentu, atau berinvestasi dalam Efek tertentu. Perdagangan Efek melibatkan risiko dan volatilitas. Hasil masa lalu tidak selalu menunjukkan kinerja masa depan.

Informasi mewakili ekspresi pendapat kami, yang kami miliki berdasarkan informasi yang tersedia secara umum, penelitian lapangan, kesimpulan dan penelaahan melalui uji tuntas dan proses analitis kami. Karena fakta bahwa opini dan kondisi pasar berubah dari waktu ke waktu, opini yang disediakan oleh dan melalui artikel Nilzon Capital dapat berbeda dari waktu ke waktu, dan opini yang berbeda juga dapat dimasukkan dalam artikel Nilzon Capital secara bersamaan. Dengan kemampuan dan keyakinan terbaik kami, semua Informasi akurat dan dapat diandalkan, dan telah diperoleh dari sumber publik yang kami yakini akurat dan dapat diandalkan, dan yang bukan orang dalam atau orang yang terkait dari Efek yang berlaku yang dicakup atau yang mungkin berutang kewajiban fidusia atau kewajiban kerahasiaan kepada penerbit. Namun, Informasi tersebut disajikan atas dasar “sebagaimana adanya”, “sebagaimana tersedia”, tanpa jaminan dalam bentuk apa pun, baik tersurat maupun tersirat. Nilzon Capital tidak membuat pernyataan, tersurat maupun tersirat, mengenai keakuratan, ketepatan waktu, atau kelengkapan Informasi tersebut atau sehubungan dengan hasil yang akan diperoleh dari penggunaannya. Semua ekspresi pendapat dapat berubah tanpa pemberitahuan, dan Nilzon Capital tidak berkewajiban untuk memperbarui atau melengkapi Informasi apa pun.

Informasi dapat mencakup, atau mungkin didasarkan pada, pernyataan “Berwawasan ke Depan”. Pernyataan wawasan ke depan dapat menyampaikan harapan atau prakiraan kami tentang peristiwa di masa depan, dan Anda dapat mengidentifikasi pernyataan tersebut: (a) karena tidak sepenuhnya terkait dengan fakta sejarah atau saat ini; (b) karena mereka menggunakan kata-kata seperti "mengantisipasi", "memperkirakan", "mengharapkan", "memproyeksikan", "berniat", "merencanakan", "percaya", "mungkin", "akan", "harusnya", “mengantisipasi” atau negatifnya atau istilah serupa lainnya; atau (c) karena bahasa yang digunakan dalam diskusi, siaran, atau gagasan perdagangan yang melibatkan risiko dan ketidakpastian, sehubungan dengan deskripsi potensi pendapatan atau kinerja keuangan. Terdapat berbagai risiko/ketidakpastian yang dapat menyebabkan hasil aktual berbeda dari pernyataan Berwawasan ke Depan. Kami tidak bertanggung jawab untuk memperbarui pernyataan Berwawasan ke Depan apa pun baik sebagai akibat dari informasi baru, peristiwa di masa mendatang, atau lainnya, dan pernyataan tersebut hanya berlaku pada tanggal dibuat.

Anda mengakui dan setuju bahwa penggunaan Informasi Nilzon Capital adalah risiko Anda sendiri. Dalam keadaan apa pun Nilzon Capital atau pihak terafiliasi tidak akan bertanggung jawab atas kerugian perdagangan langsung atau tidak langsung yang disebabkan oleh Informasi apa pun yang ditampilkan oleh dan melalui artikel Nilzon Capital. Anda setuju untuk melakukan penelitian dan uji tuntas Anda sendiri sebelum membuat keputusan investasi apa pun sehubungan dengan Efek yang ditampilkan oleh dan melalui artikel Nilzon Capital. Anda menyatakan kepada Nilzon Capital bahwa Anda memiliki pengetahuan investasi yang memadai untuk menilai Informasi secara kritis. Jika Anda memilih untuk terlibat dalam perdagangan atau investasi yang tidak sepenuhnya Anda pahami, kami mungkin tidak memberi tahu Anda tentang perdagangan atau investasi yang berlaku. Kami juga tidak boleh secara langsung mendiskusikan ide perdagangan atau investasi pribadi dengan Anda. Informasi yang disediakan oleh dan melalui artikel Nilzon Capital bukanlah pengganti nasihat keuangan profesional. Anda harus selalu berkonsultasi dengan penasihat keuangan, hukum, dan pajak profesional Anda untuk memastikan bahwa setiap Efek, investasi, saran, produk dan/atau layanan yang ditampilkan oleh dan melalui artikel Nilzon Capital, serta risiko terkait, sesuai untuk Anda.

Anda selanjutnya setuju bahwa Anda tidak akan mendistribusikan, membagikan, atau mengomunikasikan Informasi apa pun kepada pihak ketiga mana pun kecuali pihak tersebut telah setuju untuk terikat oleh syarat dan ketentuan yang ditetapkan dalam Perjanjian termasuk, tanpa batasan, semua penafian yang terkait dengannya. Jika Anda memperoleh Informasi sebagai agen untuk pihak ketiga mana pun, Anda setuju bahwa Anda mengikat pihak ketiga tersebut dengan syarat dan ketentuan yang ditetapkan dalam Perjanjian.

Kecuali dinyatakan lain dan/atau diungkapkan secara eksplisit, Anda harus berasumsi bahwa pada tanggal publikasi Informasi yang berlaku, Nilzon Capital (bersama dengan atau oleh dan melalui Pihak Nilzon Capital), bersama dengan klien dan/atau investornya, memiliki posisi investasi pada semua Efek yang ditampilkan oleh dan melalui artikel Nilzon Capital, dan karenanya dapat memperoleh keuntungan yang signifikan dalam hal harga Efek tersebut berubah sehubungan dengan Informasi tersebut. Kami bermaksud untuk terus bertransaksi di Efek yang ditampilkan oleh dan melalui artikel Nilzon Capital untuk jangka waktu yang tidak terbatas, dan kami dapat melakukan transaksi long, short atau netral setiap saat, terlepas dari Informasi terkait yang dipublikasikan dari waktu ke waktu.

Daftar isi



1. Ringkasan Eksekutif	Page 3
2. Mengikuti Jejak IPO Terbesar Negara Ini	Page 7
3. Komitmen untuk Mengakuisisi BTB Senilai \$1 Miliar?	Page 14
4. <i>Lockup</i> Wajib Berakhir: Lalu?	Page 26
5. Meninjau Kembali <i>Relative Valuation</i> BUKA	Page 30
6. Lampiran	Page 43

01

Ringkasan Eksekutif

Artikel ini merupakan lanjutan dari IPO Note kami yang sebelumnya tentang Bukalapak.com yang diterbitkan pada 27 Juli 2021, beberapa hari sebelum tanggal pencatatan IPO. Pembaca disarankan untuk membaca artikel kami sebelumnya untuk pengalaman membaca yang lebih baik.

Catatan IPO ini ditampilkan di LinkedIn News: “Tidak semua IPO unicorn melambung”

Silahkan akses halaman berikut untuk mendownload:
<https://nilzoncapital.com/2021/07/27/ipo-note-pt-bukalapak-tbk/>

Nilzon Capital IPO Note

Bukalapak IPO: Should we pay this much for getting into the hype?

July 27, 2021

Key Highlights

Despite its long history of growth, PT Bukalapak.com Tbk. (IDX:BUKA) is yet to prove its success in taping Indonesia's ever-growing e-commerce market. Its lack of market share and lack of product differentiation stand as primary challenges to making sense of the demanding valuation. We identify few of many considerable risks associated with an investment in BUKA so that investors can better judge their fair valuation towards BUKA and preventing paying too much for getting into the hype.

Company Description

BUKA is legally founded in September 2011 in Bandung by Achmad Zaky, Nugroho Herucahyono, and M Fajrin Rasyid, all colleague living in the same dorm room while studying at ITB and now all three are no longer serving BUKA. BUKA is currently planning to lists 25% of its shares post-IPO in IDX and raise up to IDR22tn, all proceed will goes to working capital use. BUKA revenue segments include marketplace, online to offline, and wholesale. The company operates and serves Indonesian market only.

Readers shall not take/use this IPO Note as an investment advice. Please do your own proper research.
See important disclosure at the end of this document. Investing involves risks.
Tersedia dalam Bahasa Indonesia. Kunjungi nilzoncapital.com/buka untuk mengunduh.

Ballpark Indicative Valuation (P/S Ratio vs Global Peers)

IDR 270 to IDR 759

per share, see valuation segment for details

Ownership Post-IPO

Name	Percentage (%)
Kreatif Media Karya	23.93
API (Hong Kong) Inv.	13.05
Archipelago Inv.	9.45
Others	28.57
Public	25.00

IPO Schedule

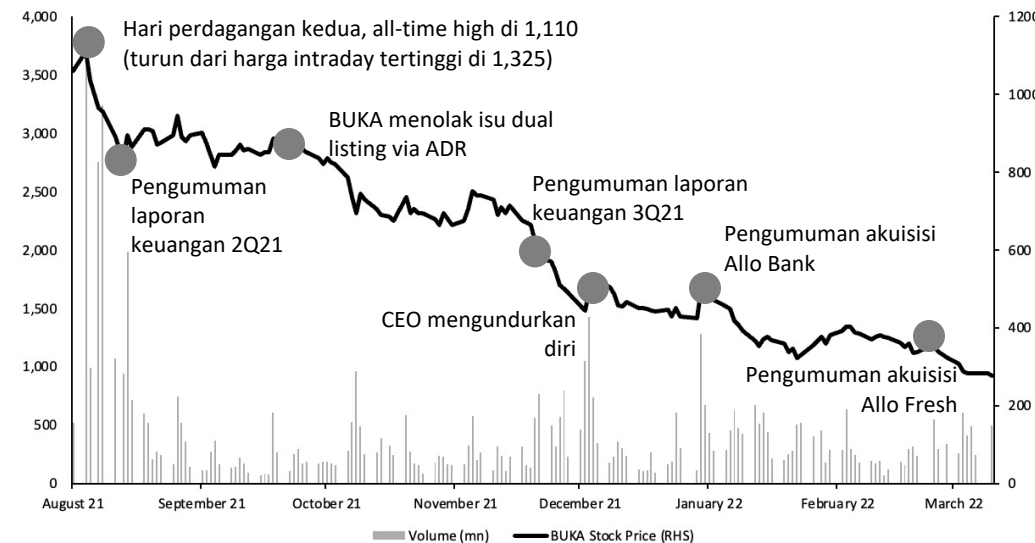
Effective Statement	26 July
Public Offering	27-30 July
Allotment	3 August
Electronic Distribution	5 August
Refund	5 August
Listing at IDX	6 August

Sekilas tentang BUKA

Nilzon Capital

- **PT Bukalapak.com Tbk.** (IDX: BUKA) adalah salah satu pelopor bisnis ecommerce yang masih berdiri di Indonesia yang didirikan pada tahun 2011. Bisnisnya terutama berfokus pada platform ecommerce, penjualan massal, dan – setelah IPO – berinvestasi dalam usaha patungan dan entitas asosiasi.
- Pada 6 Agustus 2021, BUKA mencatatkan sahamnya di BEI dan mencatatkan penggalangan dana terbesar di pasar domestik saat itu, dengan total IDR 22 triliun dari publik.
- Penggunaan dana IPO untuk mendukung 100% modal kerja BUKA dan entitas anak, yang kemudian diubah dengan memangkas alokasi modal kerja BUKA dan mengalihkan dana untuk investasi ke JV dan entitas asosiasi ($\frac{1}{3}$ dari total dana).
- IPO BUKA mendapat banyak perhatian dari masyarakat, khususnya investor ritel. Jumlah pemegang saham per Februari 2022 adalah 119.379, salah satu yang terbesar di BEI, meskipun turun dari 132.082 pada bulan pertama setelah tanggal pencatatan.
- Karena BUKA sekarang tidak lagi hanya fokus ke bisnis ecommerce, kami mencoba mengidentifikasi kembali risiko & manfaat dari investasi di BUKA dan (sekali lagi) mencoba memahami valuasinya.
- Pada artikel ini, **data pasar dan tangkapan layar diambil pada tanggal 18 Maret 2022**, kecuali dinyatakan lain.

Harga Saham BUKA Sejak IPO



Sumber: Laporan Keuangan, Yahoo Finance, IDX

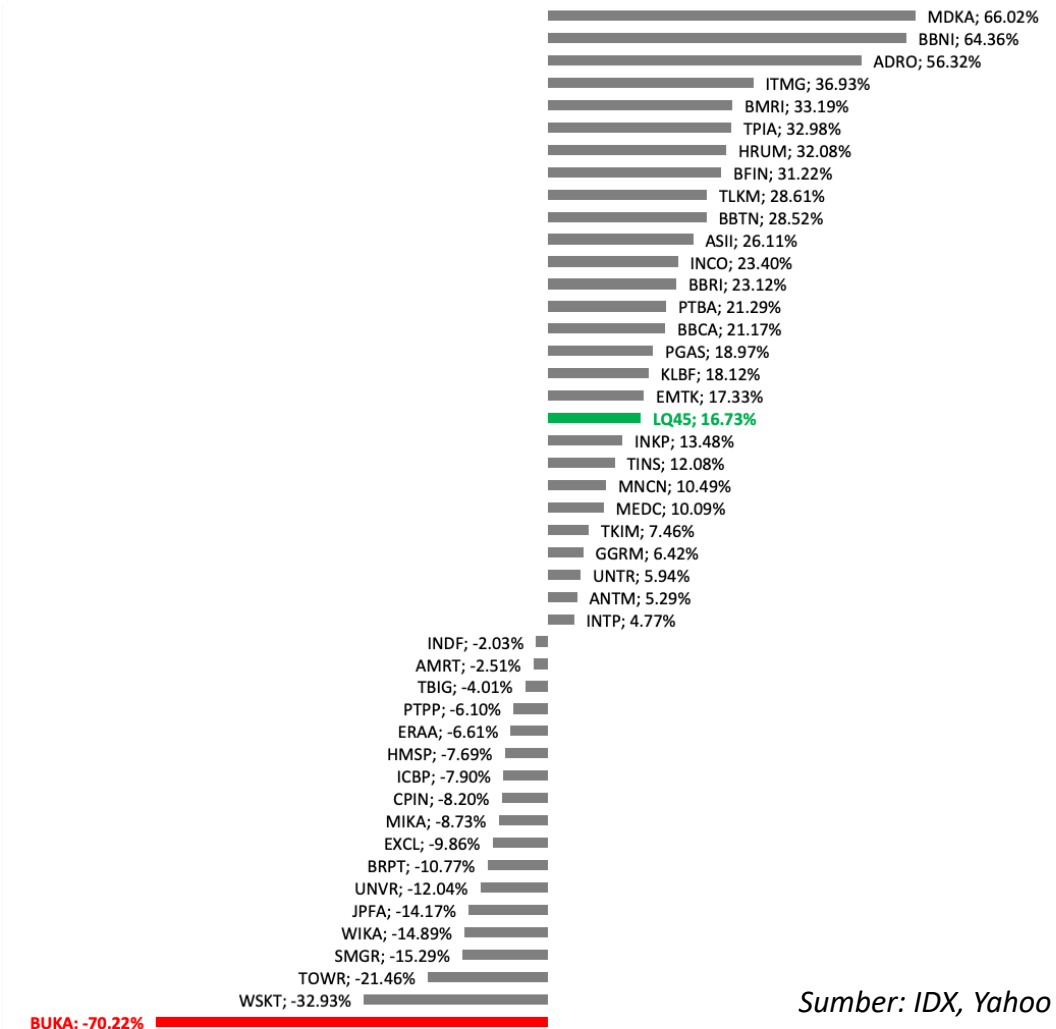
Enterprise Value (EV)	IDR4.04 trn
Market Cap	IDR27.62 trn
2021 Pendapatan Bersih (Konsensus Analisis)	IDR1.93 trn
2022 Pendapatan Bersih (Konsensus Analisis)	IDR3.08 trn
Market Cap / Perkiraan Pendapatan Bersih 2022	8.97x
Karyawan (Sept 2021)	2,019

Kami menggunakan data pasar pada 18 Maret 2022 dan data keuangan pada 30 September 2021. Konsensus Analisis dan data estimasi yang disurvei oleh Refinitiv. Nilai perusahaan rendah karena saldo kas tinggi per 30 Sep 2021, laporan keuangan terbaru yang tersedia.

Apakah performa LQ-45 seharusnya lebih baik tanpa BUKA?

Kinerja Relatif LQ45 29 Sep 2021 - 18 Mar 2022

- Mulai 29 September 2021, BUKA dimasukkan ke dalam beberapa indeks utama di IDX: LQ45, IDX30, dan IDX80 sebagai akibat dari kebijakan “fast-entry” dari IDX.
- BUKA menggantikan SMRA di LQ45, TKIM di IDX30, dan LINK di IDX80 secara bersamaan.
- Diukur dari dimulainya inklusi BUKA di LQ45 pada 28 September 2021 (sehari sebelum perdagangan hari pertama inklusi indeks), saham BUKA telah turun secara signifikan, menunjukkan kerugian indikatif sebesar **-70,32%** per 18 Maret 2022.
- Sebaliknya, **SMRA yang dikeluarkan dari LQ45 untuk memberi ruang bagi BUKA**, hanya kehilangan **-4,94%** nilainya pada periode yang sama. Hal ini menunjukkan bahwa meskipun tersingkir, SMRA masih mengungguli BUKA sebesar **+65,38%**.



Sumber: IDX, Yahoo Finance

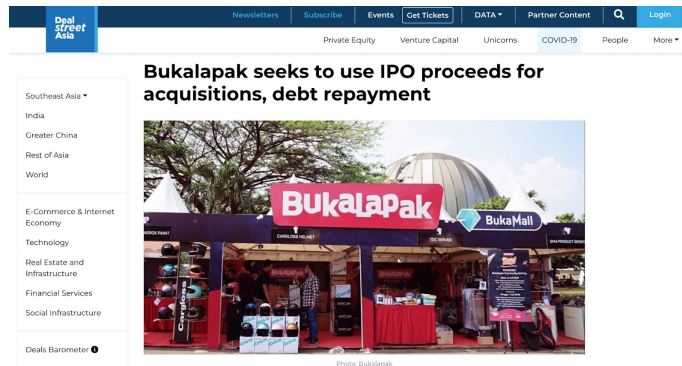
02

Mengikuti Jejak IPO Terbesar Negara Ini

Eksekusi Pasca-IPO: Perubahan penggunaan dana hasil IPO

- Pada sore hari di tanggal **1 Desember 2021**, BUKA mengejutkan pasar dengan mengumumkan agenda RUPSLB berikutnya untuk **mengubah alokasi dana hasil IPO**.
- Usulannya adalah untuk memotong pendanaan modal kerja untuk Bukalapak.com secara signifikan dan mengalihkan dana tersebut untuk akuisisi/investasi di JV atau entitas asosiasi.
- Pengumuman tersebut terjadi hanya 4 bulan setelah tanggal pencatatan saham, membuat banyak investor – yang sudah menderita kerugian - **40%** sejak harga IPO (atau **-62%** dari puncaknya) – terkejut lengah.
- Perubahan penggunaan dana tidak dilarang oleh peraturan, sepanjang pemegang saham menyetujui usulan tersebut, yang mana telah didapatkan pada RUPSLB. Hal ini justru dapat menguntungkan pemegang saham selama manajemen mampu memburu peluang investasi terbaik yang dapat memberikan nilai tambah bagi pemegang saham BUKA.

Liputan media



Sumber: Deal Street Asia

Usulan Penggunaan Dana Hasil IPO (Sebelum)

Use of Proceeds	(%) Allocation	IDR (bn)
Bukalapak.com Working Capital	66	14,454
Buka Mitra Indonesia	15	3,285
Buka Usaha Indonesia	15	3,285
Buka Investasi Bersama	1	219
Buka Pengadaan Indonesia	1	219
Bukalapak Pte. Ltd.	1	219
Five Jack	1	219
Total	100	21,900

Sumber: Company

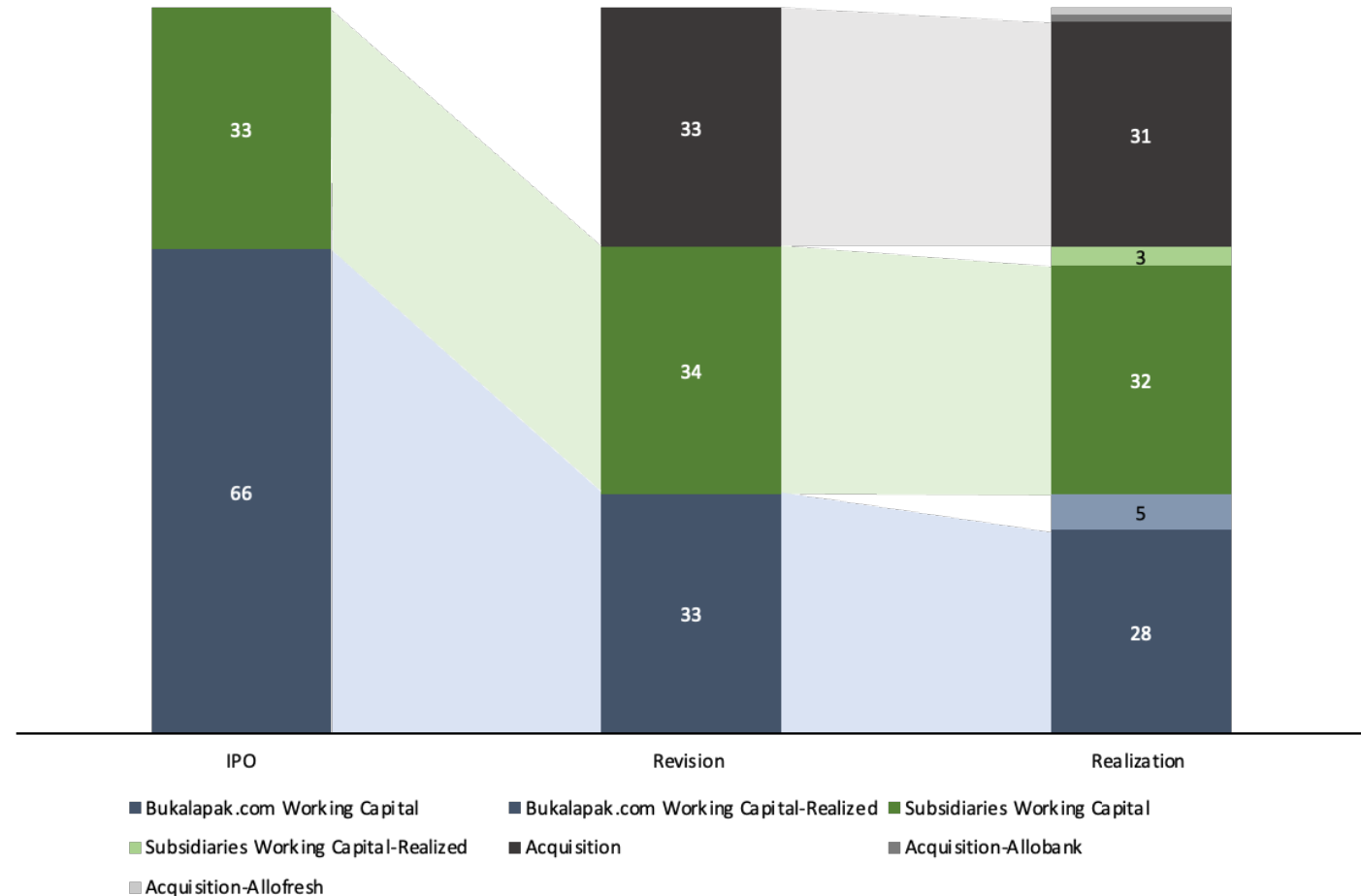
Usulan Penggunaan Dana Hasil IPO (Sesudah)

Use of Proceeds	(%) Allocation	IDR (bn)
Bukalapak.com Working Capital	33	7,227
Buka Mitra Indonesia	15	3,285
Buka Usaha Indonesia	15	3,285
Buka Investasi Bersama	1	219
Buka Pengadaan Indonesia	1	219
Bukalapak Pte. Ltd.	1	219
Five Jack	1	219
Acquisition & Investment	33	7,227
Total	100	21,900

Eksekusi Pasca-IPO: Perubahan penggunaan dana hasil IPO (lanjutan)

- Langsung lihat saja grafik di sebelah kanan.

Usulan Penggunaan Dana Hasil IPO



Sumber: Company



Eksekusi Pasca-IPO: Presiden Direktur dan Komisaris mengundurkan diri

Nilzon Capital

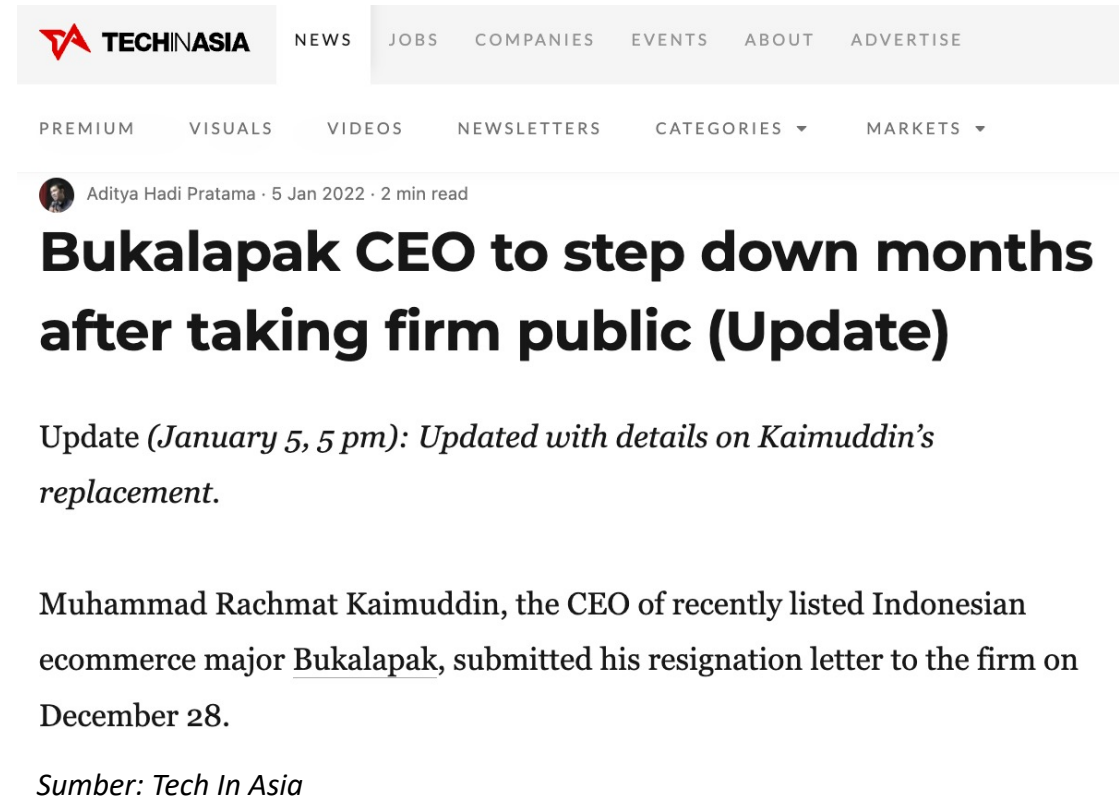
- **Baru empat minggu** setelah berita tentang perubahan penggunaan dana hasil IPO, publik kembali dikejutkan oleh peristiwa penting lainnya terkait personel manajemen BUKA.
- Kali ini, Direktur Utama M. Rachmat Kaimuddin mengundurkan diri setelah selesai mengawal BUKA menjadi perusahaan publik untuk meniti karir baru di pemerintahan.
- Beberapa bulan sebelum Rachmat, salah satu komisaris, Lau Eng Boon, mengajukan pengunduran diri untuk pensiun.
- Saham BUKA melonjak **+5,12%** setelah berita pengunduran diri.
- Sampai dengan penulisan laporan ini, berikut adalah perubahan di dalam tubuh manajemen:

▼ Keluar:

- Lau Eng Boon
- M Rachmat Kaimuddin

▲ Masuk:

- Willix Halim (Promotion)
- Howard Nugraha Gani
- Victor Putra Lesmana



TECHINASIA NEWS JOBS COMPANIES EVENTS ABOUT ADVERTISE

PREMIUM VISUALS VIDEOS NEWSLETTERS CATEGORIES ▼ MARKETS ▼

Aditya Hadi Pratama · 5 Jan 2022 · 2 min read

Bukalapak CEO to step down months after taking firm public (Update)

Update (*January 5, 5 pm*): Updated with details on Kaimuddin's replacement.

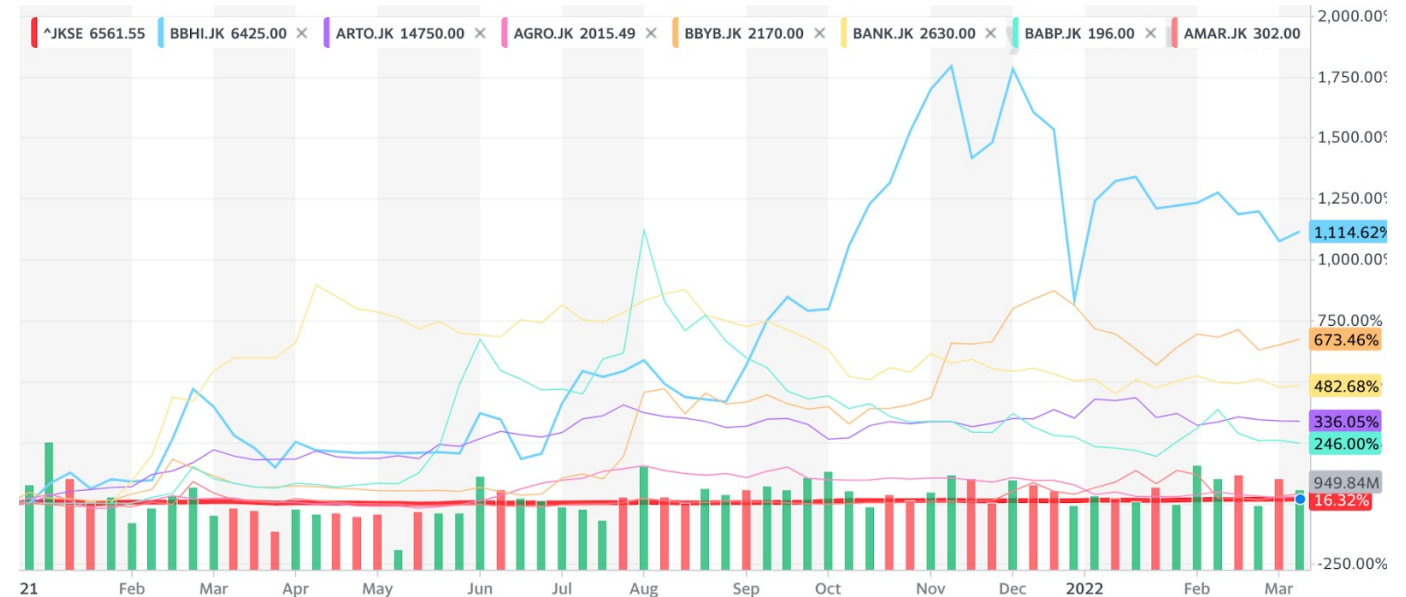
Muhammad Rachmat Kaimuddin, the CEO of recently listed Indonesian ecommerce major Bukalapak, submitted his resignation letter to the firm on December 28.

Sumber: Tech In Asia

Eksekusi Pasca-IPO: Akuisisi Allo Bank

- Tahun 2021 adalah tahun yang baik bagi bank digital. Harga saham calon bank digital melonjak mengikuti rencana penawaran umum sekunder.
- Demam bank digital ini antara lain disebabkan oleh **persyaratan modal minimum yang diminta oleh OJK** agar bank dapat mengoperasikan *branchless banking* dengan dukungan infrastruktur teknologi yang layak dan permodalan yang memadai.
- BUKA telah bergabung dengan rombongan tersebut dengan berinvestasi pada **Allo Bank (IDX: BBHI)**, sebuah calon bank digital yang pada saat itu dikendalikan oleh salah satu konglomerat Indonesia, CT Corp.
- Kesepakatan itu dicapai dengan melaksanakan hak memesan efek terlebih dahulu dari Mega Corpora milik CT Corp senilai **IDR 1,2 triliun**.
- Saham BUKA ditutup melemah **-6%** pada tanggal pengumuman.

Kinerja Saham Relatif 1 Jan 2021 - 18 Mar 2022 Bank Digital Indonesia Terkemuka



Sumber: Yahoo Finance

Per 18 Maret 2022, investasi BUKA di Allo Bank senilai Rp 13,55 triliun. Dengan asumsi BUKA **tidak membayar premi kepada Mega Corpora untuk perolehan HMETD**, keuntungan BUKA di atas kertas di Allo Bank adalah sekitar Rp 12,35 triliun atau **+1,029%**. Dengan kata lain, **49% dari kapitalisasi pasar BUKA saat ini disumbangkan oleh investasinya di Allo Bank**.

Eksekusi Pasca-IPO: Akuisisi Allo Fresh

- Tak lama setelah menyelesaikan investasi Allo Bank, BUKA kembali menjadi *headline* dengan mengumumkan investasi di **Allo Fresh** dengan membentuk JV dengan Trans Retail (juga milik CT Corp) dan Berani Investment Pte. Ltd (sebuah perusahaan investasi dari *private equity* Growthium Capital di Singapura).
- Bisnis utama Allo Fresh adalah berdagang kebutuhan sehari-hari secara online melalui platform yang disebut AlloFresh. Perusahaan bersaing langsung di ruang grosir yang sudah penuh sesak bersama dengan GoMart (perusahaan GoTo), GrabMart (perusahaan Grab), Sayurbox, Segari, TaniHub, KlikIndomaret, Dropezy, dan Astro.
- FYI, hanya selang satu minggu setelah pengumuman Allo Fresh, CNN melaporkan bahwa dua startup pengiriman ultra-cepat yang berbasis di AS (Fridge No More dan Buyk) menutup usahanya di minggu yang sama. Brittain Ladd, seorang konsultan rantai pasokan makanan dan mantan pekerja Amazon, mengatakan dalam berita tersebut **"Model bisnis terburuk yang pernah dibuat adalah pengiriman bahan makanan yang cepat."**
- Investasi BUKA di Allo Fresh sebesar **IDR 777,78 miliar**. Saham ditutup **-4,71%** lebih rendah pada hari setelah berita investasi.

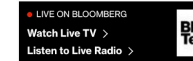
Bloomberg

Indonesia Tycoon Teams Up With Bukalapak for Online Grocery Push

- Chairul Tanjung's CT Corp. to launch AlloFresh with partners
- Companies plan to invest \$70 million in grocery venture



Workers load a delivery vehicle with orders at a Bukalapak.com warehouse in West Java. Photographer: Dimas Ardian/Bloomberg



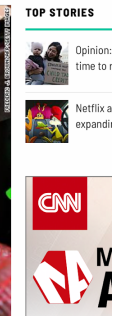
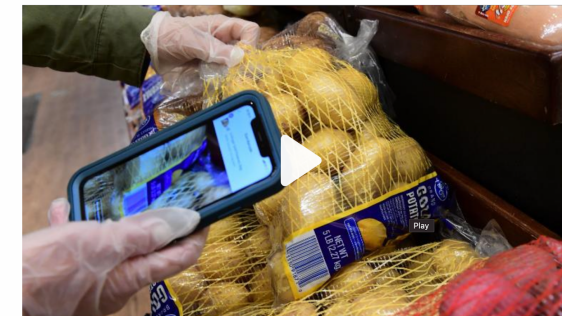
Sumber: Bloomberg

CNN BUSINESS Markets Tech Media Success Perspectives Videos

Two ultra-fast delivery startups shut down in one week



By Sara Ashley O'Brien, CNN Business
Updated 23:19 GMT (07:19 HKT) March 11, 2022



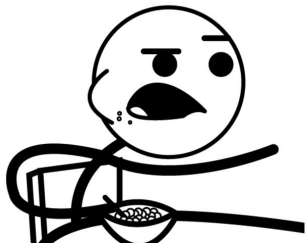
Sumber: CNN Business

Eksekusi Pasca-IPO: Daftar akuisisi penting

Date	Company/Subsidiary	Action	Business Activity	Transaction Value	Nominal Value
12-Aug-21	PT Ayo Tech Indonesia	Acquisition	Trading and services	IDR 8.16 bn	IDR 0.15 bn
02-Sep-21	PT Onstock Solusi Indonesia	Acquisition	Web portal and commercial digital platform	IDR 1.45 bn	IDR 0.20 bn
28-Sep-21	PT Buka Usaha Indonesia	Capital Enlargement	Web portal and commercial digital platform	IDR 15.00 bn	IDR 15.00 bn
12-Oct-21	PT Bina Nusa Indonesia	Establishment	Retail trade, not cars and motorcycle	N/A	N/A
12-Oct-21	PT Buka Mitra Indonesia	Capital Enlargement	Web portal and commercial digital platform	IDR 527.00 bn	IDR 527.00 bn
02-Nov-21	PT Kokatto Teknologi Global	Acquisition	Trading, services and industry	IDR 90.09 bn	N/A
03-Nov-21	PT Global Digital Indokreasi	Establishment	Retail trade, not cars and motorcycle & IT	N/A	N/A
04-Nov-21	PT Belajar Tumbuh Berbagi	Acquisition	Private education, private tutoring	USD 1.00 bn	N/A
16-Nov-21	PT Michael Global Digital	Establishment	Retail trade	N/A	N/A
18-Jan-22	Allo bank	Acquisition	Digital bank and services	IDR 1,193.96 bn	IDR 249.78 bn
02-Mar-22	Allo Fresh Indonesia	Acquisition	E-grocery platform	IDR 777.78 bn	IDR 77.53 bn

Sumber: Company

- Sejauh yang kami ketahui, BUKA saat ini belum terlibat dalam satu **kesepakatan fantastis** yang dapat mengubah bisnisnya dan membuktikan bahwa para skeptis salah.
- Oh tunggu! Bagaimana dengan investasi senilai \$1 miliar di PT Belajar Tumbuh Berbagi???**



03

**Komitmen untuk Mengakuisisi
BTB seharga \$1 Miliar?**

FYI, \$1 miliar adalah setengah dari kapitalisasi pasar BUKA saat ini



- Berdasarkan informasi yang tersedia dalam segmen kejadian penting yang terjadi setelah laporan keuangan, **BUKA saat ini berkomitmen untuk membeli PT Belajar Tumbuh Berbagi ("BTB")**, sebuah perusahaan Indonesia yang menggambarkan dirinya sebagai bisnis pendidikan swasta, bimbingan belajar, dan bisnis digital.
- Perusahaan yang melakukan akuisisi tersebut adalah KKI dan BUK, keduanya dimiliki secara efektif 100% oleh BUKA.
- Kesepakatan ditandatangani pada **4 November 2021**, tiga bulan setelah IPO dan satu bulan sebelum persetujuan perubahan penggunaan dana IPO.
- Saat itu, kapitalisasi pasar BUKA sekitar IDR 70 triliun (setara dengan sekitar USD 5 miliar), **dibandingkan dengan kapitalisasi pasar saat ini sebesar IDR 28 triliun (USD 1,93 miliar)**.
- Jika kami membacanya dengan benar** dan tidak ada kesalahan dalam interpretasi kami dan/atau kesalahan dalam teks kata demi kata di laporan keuangan, kami menganggap ukuran akuisisi ini relatif besar, mengingat ukuran kesepakatan (**\$ 1 miliar**) **adalah sekitar setengah dari kapitalisasi pasar BUKA saat ini dan dari nilai buku ekuitas BUKA**. Jika nanti kami terbukti salah, kami minta maaf, tetapi pengungkapan ini layak untuk didiskusikan.
- Jika Anda dapat membaca pikiran kami: Apakah \$1 miliar hanyalah penilaian di atas kertas? Apakah BUKA akan membayar BTB seharga \$1 miliar atau lebih rendah dari itu? Bagaimana mereka membiayai kesepakatan? Bagaimana dengan syarat akuisisi? Apakah akuisisi melibatkan uang tunai atau pertukaran saham? Apa alasan akuisisi tersebut? Bagaimana mereka mendapatkan valuasi \$ 1 miliar?

Screen Capture dari Laporan Keuangan BUKA 3Q21

39. EVENTS AFTER THE REPORTING DATE (continued)

Acquisition of PT Belajar Tumbuh Berbagi

On November 4, 2021, KKI and BUK signed a share sale and purchase agreement with PT Belajar Tumbuh Berbagi ("BTB"), a company incorporated in Indonesia for USD1,000,000,000 to acquire 100% ownership or a total of 11,340 shares. Based on BTB's Shareholders Decision on November 5, 2021, notarized by Notarial Deed No. 33 dated November 5, 2021 of Aulia Taufani, S.H. and The notarial deed has obtained approval from the Minister of Law and Human Rights of the Republic of Indonesia in its Letter of Acceptance letter of No. AHU-AH.01.03-0475880 dated November 22, 2021, BTB's shareholders among others, approved the takeover of all shareholders' shares to KKI of the amount 4,000 shares of series A, 4,339 shares of series B and 3,000 shares of series C and BUK of the amount 1 share of series B.

BTB engages mainly in activities related to business in the other fields of private education, social activities in work social institutions, private tutoring and counseling education, trading application development activities via the internet, other computer programming activities, web portals and/or digital platforms with commercial purposes, business consulting and business brokerage activities and advertising.

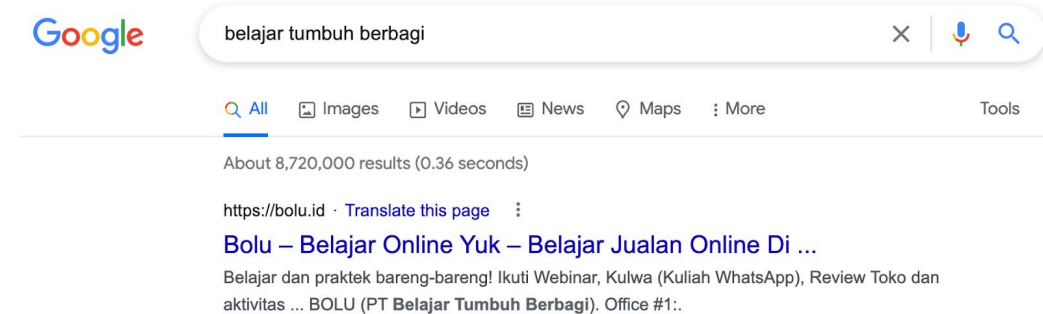
Sumber: IDX

Pencarian Google cepat tentang BTB menunjukkan kepada kita hal-hal berikut:

*Nilzon
Capital*

- **Tidak banyak hasil** yang bisa Anda dapatkan dengan mencari “belajar tumbuh berbagi” di Google.
- Namun, pencarian teratas membawa kami ke **situs Bolu.id**, sebuah bisnis berbasis komunitas yang berusaha membantu masyarakat Indonesia untuk berjualan secara online dan membiasakan penjual dengan penggunaan platform ecommerce.
- Lebih jauh ke situs, kami menemukan bahwa “**Bolu**” adalah nama **merek PT Belajar Tumbuh Berbagi (BTB)**, perusahaan yang sama yang akan diakuisisi BUKA.
- FYI, alamat Office #2 Bolu sama dengan gedung tempat kantor pusat BUKA berada, menunjukkan kemungkinan dua perusahaan tersebut sudah mulai mengintegrasikan bisnisnya.
- Jadi, kami berasumsi bahwa BTB memang Bolu, atau setidaknya berafiliasi.
- Bolu sendiri merupakan singkatan dari “*Belajar Online Yuk*” (Ayo Belajar Online).

Screen Capture dari Google Penelusuran



Screen Capture dari Website Bolu.id



Sumber: Google, Bolu.id, diakses 18 Maret 2022

Namun, BUKA belum mengungkapkan rincian lebih lanjut tentang kesepakatan ini, karena kami tidak menemukan pengungkapan kesepakatan BTB sekitar tanggal tersebut

*Nilzon
Capital*

- *404 Not Found.*
- Kami belum menemukan petunjuk tentang bagaimana kesepakatan ini dinilai, sumber dana untuk membiayai kesepakatan sebesar itu, dan syarat dan kesepakatan yang dapat mengikat BUKA; untuk membuat penilaian yang *fair* dan objektif atas kesepakatan tersebut.
- Pembaca disarankan untuk terus memperbarui informasi yang mungkin dikeluarkan oleh manajemen BUKA setelah tanggal penerbitan artikel ini.

Screen Capture dari Halaman Keterbukaan BEI (BUKA), Menunjukkan Belum Adanya Keterbukaan mengenai BTB

01 December 2021 17:12:55

Invitation of Extraordinary General Meeting of Shareholders [BUKA]

Attachment:

20211201_BUKA_Pemanggilan RUPS_31005618_lamp2.pdf

20211201_BUKA_Pemanggilan RUPS_31005618_lamp1.pdf

16 November 2021 09:09:14

Announcement of General Meeting of Shareholders [BUKA]

Attachment:

20211116_BUKA_Pengumuman RUPS_30992746_lamp1.pdf

15 November 2021 20:25:09

Submission of Material Transaction/Changes in Main Business Activities [BUKA]

Attachment:

20211115_BUKA_Rencana Transaksi Material diatas 50% Ekuitas_30992708_lamp1.pdf

09 November 2021 20:51:48

Advertisement Submission [BUKA]

Attachment:

20211109_BUKA_Penyampaian Bukti Iklan_30991476_lamp2.pdf

20211109_BUKA_Penyampaian Bukti Iklan_30991476_lamp1.pdf

08 November 2021 19:43:32

Material Information or Facts Report Disclosure of Information on the Commencement of Exercise Period of Management and Employee Stock Option Program (MESOP) of PT Bukalapak.com Tbk [BUKA]

Attachment:

20211108_BUKA_Laporan Informasi dan Fakta Material_30991087_lamp2.pdf

20211108_BUKA_Laporan Informasi dan Fakta Material_30991087_lamp1.pdf

04 November 2021 14:35:29

Monthly Report of Securities Holders Registration [BUKA]

Attachment:

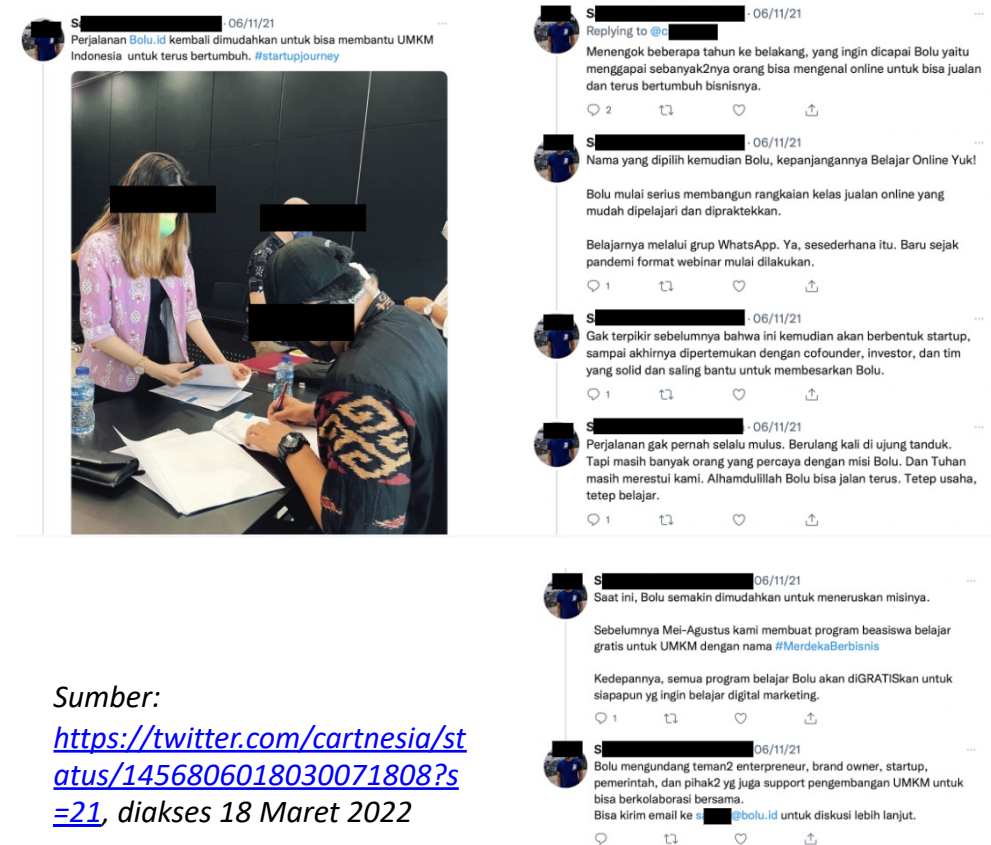
Sumber: IDX, accessed 18 March 2022

Malahan, kami menemukan bahwa salah satu Co-Founder Bolu memposting utas publik yang mungkin mengisyaratkan akuisisi tersebut di Twitter

Nilzon
Capital

- Sejauh yang kami ketahui, kesepakatan dengan ukuran relatif ini tunduk pada persetujuan pemegang saham dan prosedur lain yang tercantum dalam POJK 17/2020 tentang Transaksi Material dan POJK 31/2015 tentang Keterbukaan Informasi Publik, tetapi mungkin ada beberapa informasi penting yang kami lewatkan.
- Malahan, kami menemukan bahwa salah satu Co-Founder Bolu memposting gambar yang mungkin mengisyaratkan situasi ruangan di mana saat perjanjian tersebut ditandatangani, lebih lanjut mengungkapkan kepada follower-nya tentang kisah masa lalu Bolu dan kisi-kisi masa depan yang mereka harapkan dari perusahaan. Tanggal postingan Co-Founder adalah 6 November 2021, dua hari setelah tanggal penandatanganan yang tercantum dalam informasi laporan keuangan.

Screen Capture dari Halaman Twitter Co-Founder



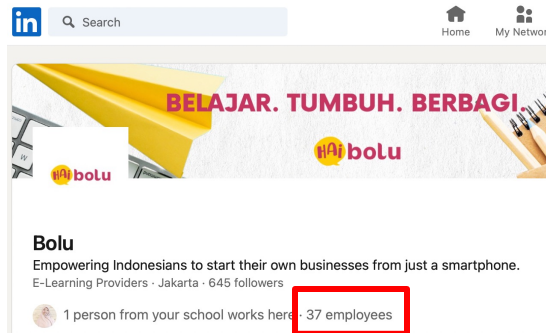
Sumber:

<https://twitter.com/cartnesia/status/1456806018030071808?s=21>, diakses 18 Maret 2022

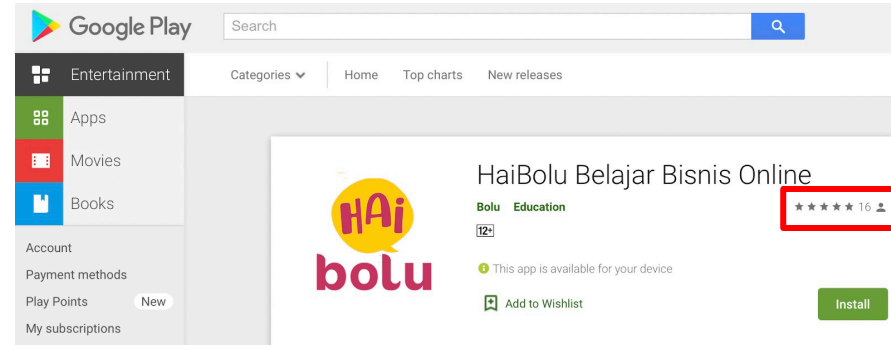
Pengamatan kami lebih lanjut mengisyaratkan bahwa produk milik BTB kemungkinan masih berada dalam fase MVP (*Minimum Viable Product*)

Nilzon Capital

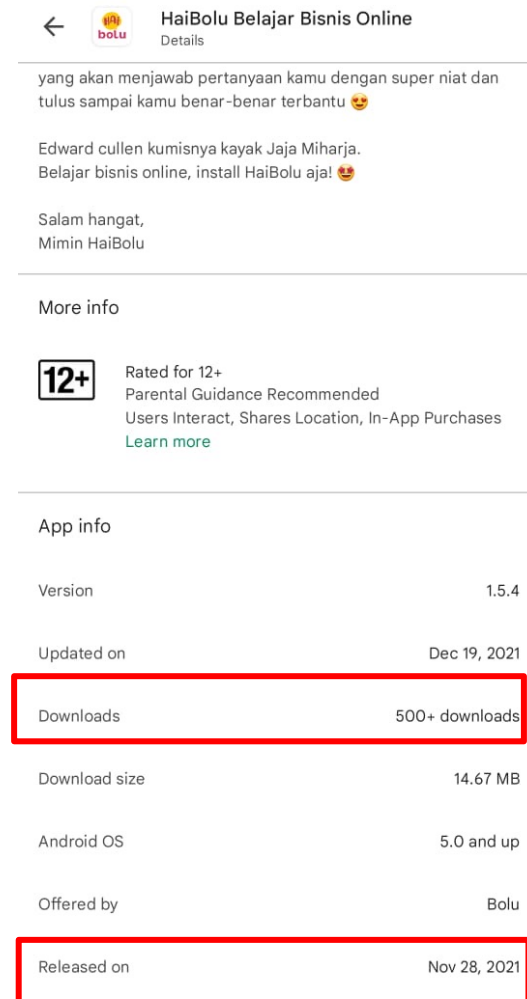
Screen Capture dari LinkedIn



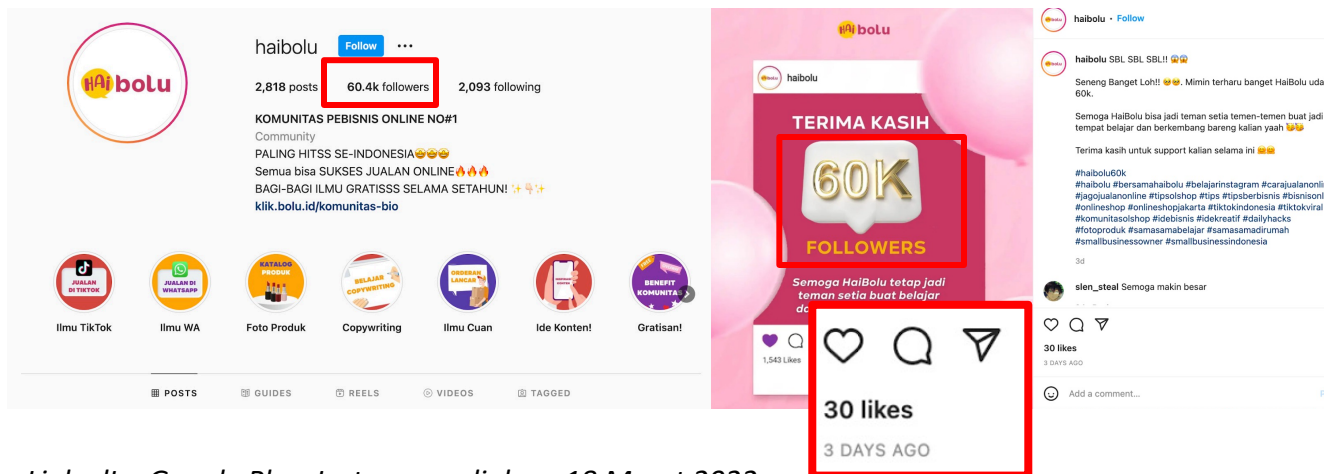
Screen Capture dari Google Play



Screen Capture dari Google Play (2)



Screen Capture dari Instagram



Sumber: LinkedIn, Google Play, Instagram, diakses 18 Maret 2022

Pembaca tidak boleh menafsirkan/menggunakan artikel ini sebagai sebuah saran investasi. Mohon lakukan riset Anda sendiri secara mendalam. Harap merujuk pengungkapan penting di bagian muka dokumen ini. Investasi memiliki risiko. Available in English. Visit nilzoncapital.com to download.

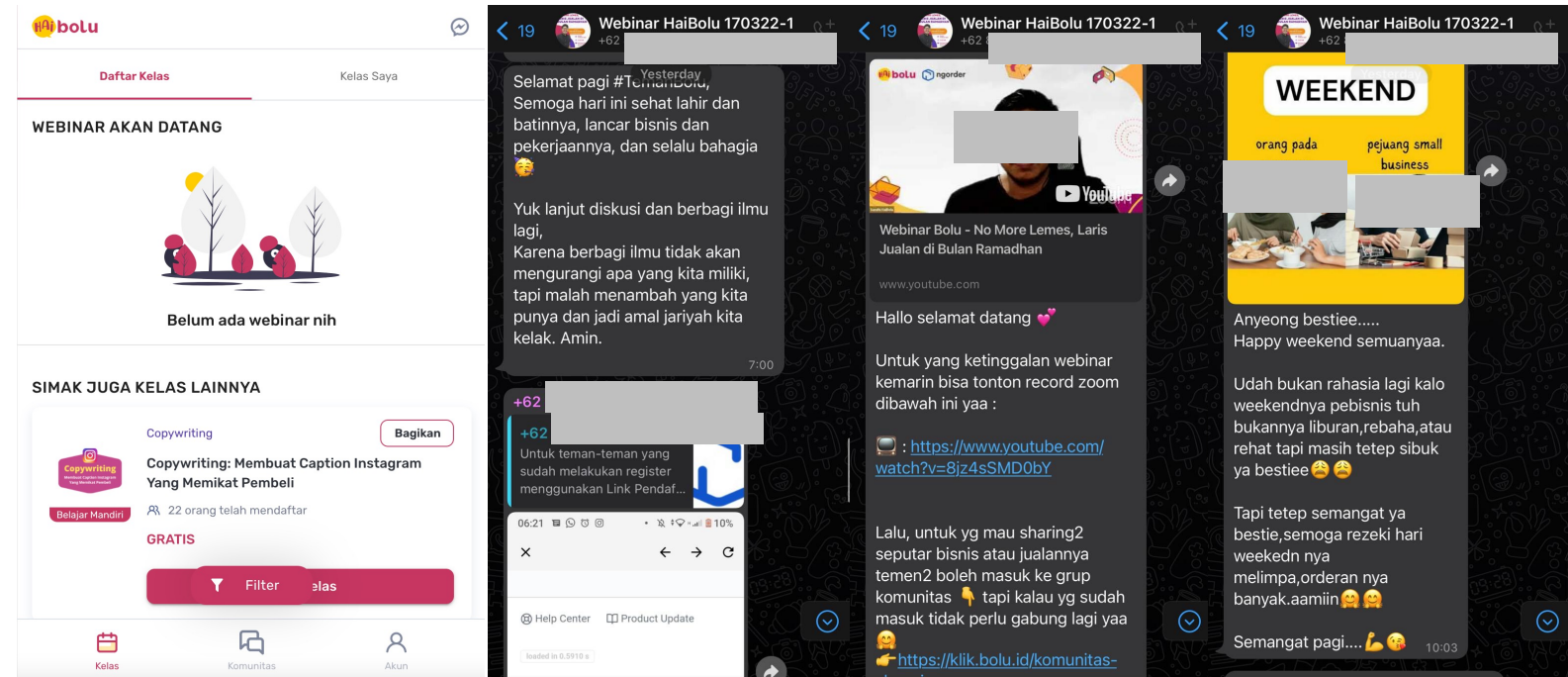
PT Nilzon Kapital Advisor terdaftar dan diawasi oleh Otoritas Jasa Keuangan.

Kami mencoba layanan Bolu.id selama beberapa hari

Nilzon Capital

- Kami sangat penasaran dan antusias dengan akuisisi ini, sehingga kami pikir mungkin ada baiknya untuk mencoba layanan yang ditawarkan oleh Bolu.id.
- Pada awalnya, kami mendarat di halaman Bolu.id dan diminta untuk mendaftar menggunakan nomor WhatsApp kami.
- Kemudian, kami diminta untuk memilih webinar yang akan datang. Tapi, tidak ada webinar yang dijadwalkan saat itu :(
- Untungnya, Bolu menawarkan kami untuk bergabung dengan kelas sebelumnya, yang (tentu saja) kami terima!
- Setelah beberapa hal teknis, kami akhirnya bergabung dengan grup WhatsApp terbuka.
- Selama beberapa hari, kami mengamati apa yang terjadi, dan sebagian besar tentang bagaimana Anda memecahkan masalah teknis tentang penjualan barang online.
- Kami *left group* untuk fokus pada laporan ini.

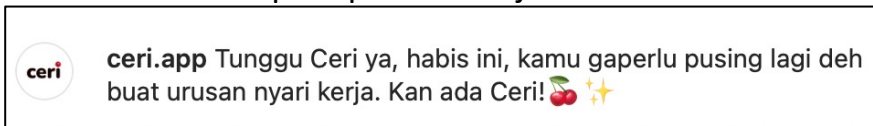
Screen Capture dari WhatsApp Group Bolu



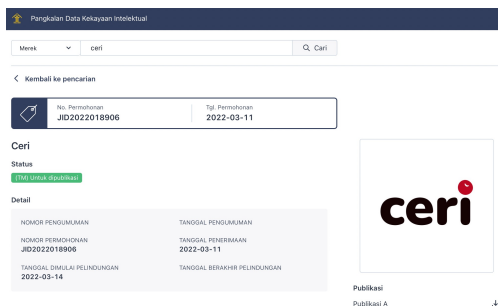
Sumber: Bolu, WhatsApp, accessed 18 March 2022

Selain Bolu, pencarian Google lebih lanjut tentang BTB menunjukkan perusahaan rintisan “Ceri”

- BTB kemungkinan saat ini mengelola beberapa merek dengan model bisnis yang berbeda. Faktanya, kami menemukan bahwa startup “Ceri” beroperasi di bawah nama perusahaan yang sama, BTB.
- Baik Ceri maupun Bolu menempati gedung perkantoran yang sama di Metropolitan Tower, Jakarta Selatan.
- Berdasarkan pengamatan kami di situs web Ceri, kemungkinan besar perusahaan ini bergerak dalam bisnis penasihat karir dan pencarian/perekrutan pekerja.
- Dalam salah satu postingan Instagram mereka, Ceri menggambarkan misi mereka untuk membantu para pencari kerja:

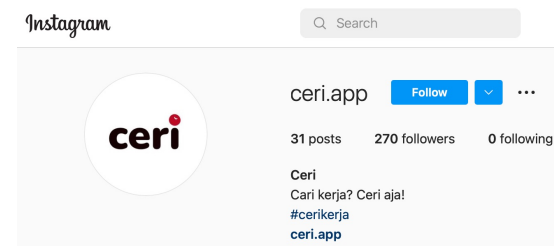


Merek Dagang Ceri di Website Kemenkumham



Sumber: pdki-indonesia.dgip.go.id

Halaman Instagram Ceri, Posting Pertama di Februari



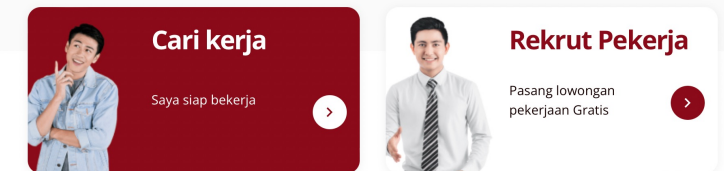
Sumber: Instagram

Halaman Muka Ceri

ceri

Langkah Awal Untuk Memulai Karir Kamu

Aplikasi Kerja Khusus SMA, SMK, dan Magang



Sumber: Ceri.app

Detail Kontak Ceri di Situs Web

Hubungi Kami

PT Belajar Tumbuh Berbagi
Metropolitan Tower Lantai 17
Jl. R. A. Kartini, Jl. TB Simatupang No.kav. 14,
RT.70/RW.4, Cilandak Bar., Kec. Cilandak,
Kota Jakarta Selatan, 12430

+62 813-9447-8844
hello@ceri.app

Sumber: Ceri.app

Di tahun 2020, BTB mendaftarkan merek dan alamat web "Ngolshop"

Nilzon Capital

- Yang paling jauh yang bisa kita amati tentang BTB adalah ketika perusahaan mendaftarkan merek "Ngolshop" di registri merek dagang pada November 2020 dan mendaftarkan nama domain pada Agustus 2020.
- WaybackMachine mendeteksi aktivitas paling awal dari website Ngolshop.com adalah pada tahun 2016.
- Namun, Ngolshop tampaknya berhenti beroperasi karena halaman web tidak lagi dapat diakses dan postingan terakhir di halaman Instagram mereka adalah pada Juni 2021.
- Bisnis Ngolshop kemungkinan besar tentang pengelolaan toko online dan pembukuan.

Merek Dagang Ngolshop di Website Kemenkumham

Pangkalan Data Kekayaan Intelektual

Merek: ngolshop

Kembali ke pencarian

No. Pendaftaran: IDM000941438
Tgl. Pendaftaran: 2021-12-31

ngolshop

Status: (TM) Didaftar

Detail

NOMOR PENGUMUMAN BRM2064A	TANGGAL PENGUMUMAN 2020-11-23
NOMOR PERMOHONAN DID2020071373	TANGGAL PENERIMAAN 2020-11-18
TANGGAL DIMULAI PELINDUNGAN 2020-11-18	TANGGAL BERAKHIR PELINDUNGAN 2030-11-18

Publikasi A

Sumber: pdk-indonesia.dgip.go.id

Halaman Instagram Ngolshop

Instagram

ngolshop.official

28 posts 520 followers 33 following

Pembukuan otomatis olshop!
👉 Bikin rekapan mudah
👉 Cetak label pengiriman
👉 Laporan profit instan
👉 Website olshop instan
Pakai GRATIS daftar disini
ngolshop.com

Followed by haibolu

Sumber: Instagram

Arsip Internet Ngolshop.com

INTERNET ARCHIVE Explore more than 667 billion web pages at <https://ngolshop.com/>

Calendar Collections Changes Summary Site

98 URLs have been captured for this URL prefix.

URL	DATE-TIME	FROM
https://ngolshop.com/login	text/html	Jan 16, 2021
https://ngolshop.com/login?aff=haibolu	text/html	Jan 16, 2021
https://ngolshop.com/indonesiashop	text/html	Jan 17, 2021
http://ngolshop.com/galerihjabid	text/html	Jan 16, 2021
https://ngolshop.com/Pempeknona99	text/html	Jan 16, 2021
http://ngolshop.com/favicon.ico	image/vnd.microsoft.icon	Oct 27, 2016
http://ngolshop.com:80/wp-content/themes/NewsMag/NewsMag	text/html	Aug 21, 2016
http://ngolshop.com:80/kerpik-bekicot-sate-bekicot-kuliner-kadiri/	text/html	Aug 21, 2016
http://ngolshop.com:80/author/yogiarlo_3849u40/	text/html	Aug 21, 2016
http://ngolshop.com:80/wp-includes/wlwmanifest.xml	text/html	Aug 20, 2016
http://ngolshop.com:80/commenta/feed/	application/xml	Aug 20, 2016
http://ngolshop.com:80/category/elektronik/	text/html	Aug 20, 2016
http://ngolshop.com:80/category/barang-unik/	text/html	Aug 20, 2016

Sumber: WaybackMachine

Halaman Registrasi Domain Ngolshop

who.is Search for domains or IP addresses... Premium Domains Transfer Features

ngolshop.com
whois information

Whois DNS Records Diagnostics

cache expires in 20 hours, 42 minutes and 28 seconds
refresh

Registrar Info

Name	PDR Ltd. d/b/a PublicDomainRegistry.com
Whois Server	whois.publicdomainregistry.com
Referral URL	www.publicdomainregistry.com
Status	clientTransferProhibited https://icann.org/epp#clientTransferProhibited

Important Dates

Expires On	2022-08-18
Registered On	2020-08-18
Updated On	2021-08-18

Name Servers

ns1.dewaweb.com	94.237.76.251
ns2.dewaweb.com	103.152.242.120

Sumber: Whois

Pembaca tidak boleh menafsirkan/menggunakan artikel ini sebagai sebuah saran investasi. Mohon lakukan riset Anda sendiri secara mendalam. Harap merujuk pengungkapan penting di bagian muka dokumen ini. Investasi memiliki risiko. Available in English. Visit nilzoncapital.com to download.

PT Nilzon Kapital Advisor terdaftar dan diawasi oleh Otoritas Jasa Keuangan.

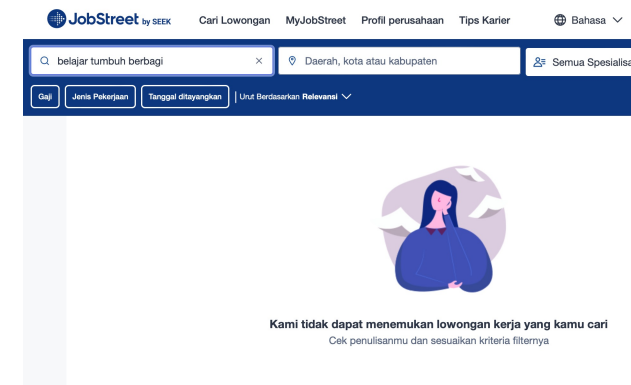
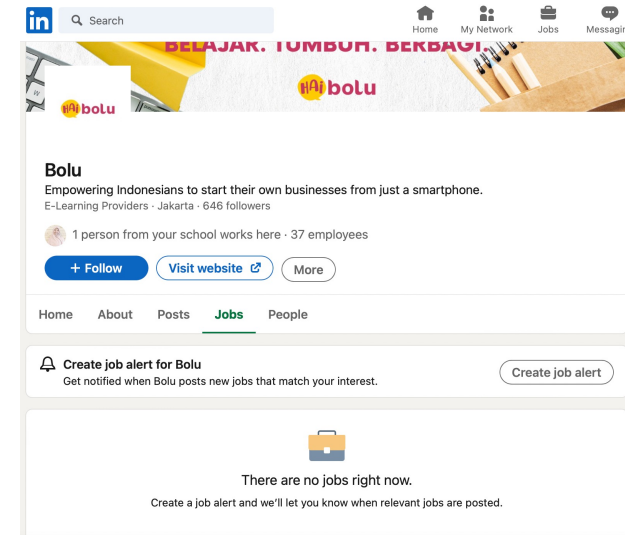
Ada beberapa perusahaan rintisan terkemuka dengan nilai \$1 miliar lainnya di Indonesia

Nilzon Capital

Screen Capture dari LinkedIn dan JobStreet

1. Gojek (di tahun 2016)
2. Tokopedia (di tahun 2017)
3. Traveloka (di tahun 2017)
4. Bukalapak (di tahun 2018)
5. Ovo (di tahun 2019) - 1,661 karyawan
6. J&T Express (di tahun 2021) - 5,864 karyawan, Indonesia
7. Ajaib (di tahun 2021) - 387 karyawan
8. Kopi Kenangan (di tahun 2021) - 1,500 karyawan
9. OnlinePajak (di tahun 2021) - 84 karyawan
10. **BTB (setelah akuisisi BUKA di Desember 2021) (Bolu + Ceri) – 50 karyawan?**

Sumber: Kompas.com, LinkedIn

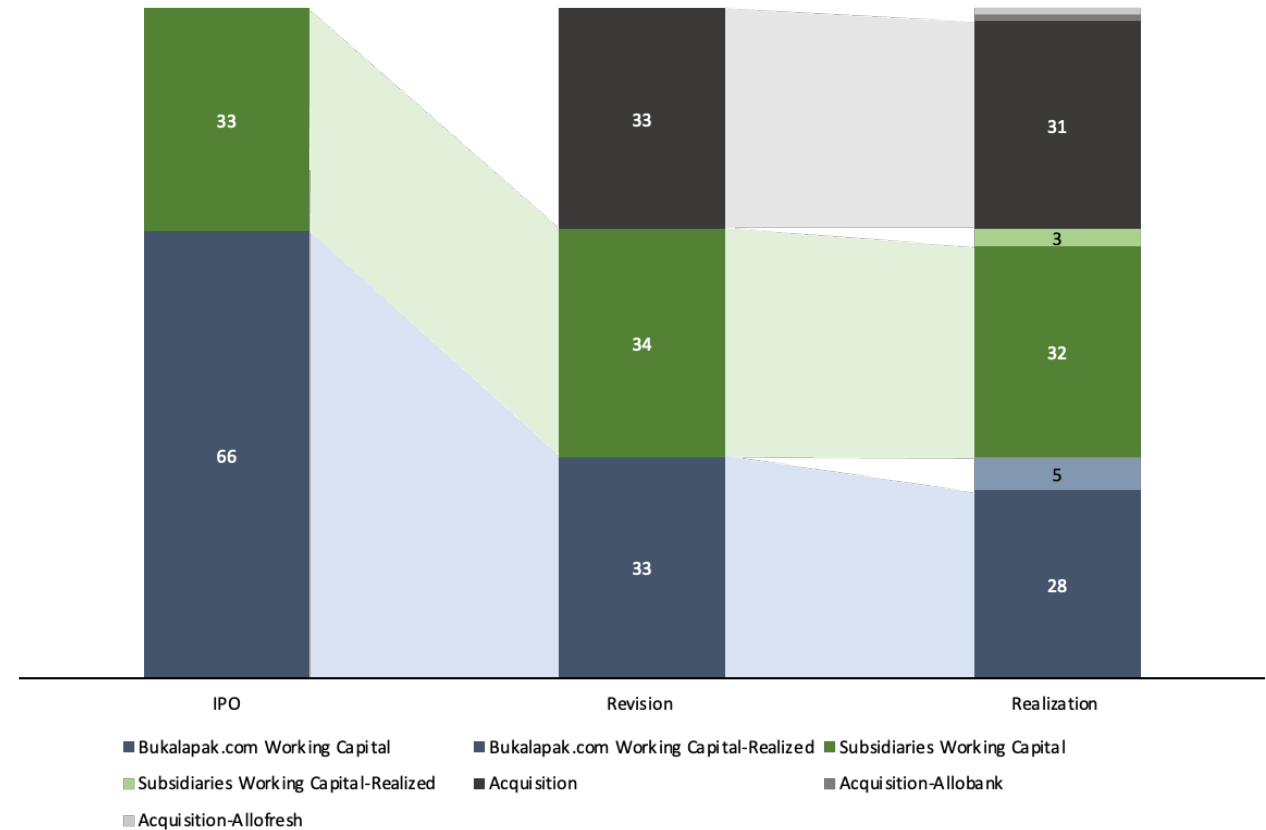


Sumber: LinkedIn, JobStreet,
accessed 18 March 2022

Apakah saldo kas BUKA cukup untuk membiayai kesepakatan ini?

- Kembali ke perincian penggunaan dana IPO, **alokasi modal untuk investasi dan akuisisi adalah sebesar Rp 7,23 triliun**, dimana **Rp 6,68 triliun masih belum digunakan** setelah akuisisi Allo Bank dan Allo Fresh.
- Jika BUKA akan membeli BTB sebesar \$1 miliar (Rp14,30 triliun), **kami tidak melihat saldo kas BUKA cukup untuk menutupi bahkan setengah dari usulan transaksi.**
- Oleh karena itu, BUKA mungkin perlu menjajaki pendanaan eksternal, mengalokasikan kembali penggunaan dana hasil IPO (lagi), atau menggunakan metode lain untuk mendapatkan pendanaan tambahan untuk akuisisi BTB.

Proposed Use of IPO Proceeds



Pemegang saham BTB *be like* jika akuisisi dilakukan secara tunai:

*Nilzon
Capital*



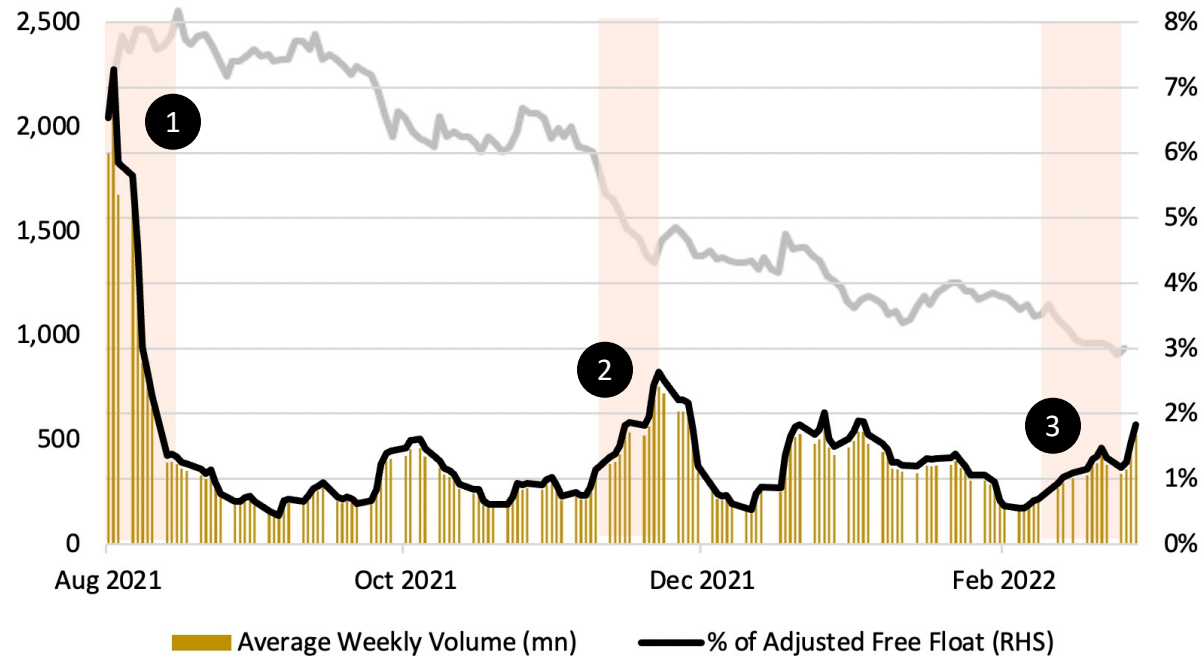
04

Lockup Wajib Berakhir: Lalu?

Volume perdagangan relatif tenang di bulan kedua setelah IPO, tetapi telah meningkat mendekati tanggal akhir lockup yang dijadwalkan pada 26 Maret 2022

Nilzon Capital

Volume Transaksi Rata-Rata Mingguan BUKA, Dengan Latar Belakang Harga Saham Mulai tanggal 18 Agustus 2021 (Tidak Tertulis pada Sumbu Vertikal)



*) Kami mendefinisikan % Adjusted Fee Float sebagai persentase volume perdagangan mingguan dibagi dengan jumlah total saham IPO dan saham dari investor non-publik yang tidak dikunci. Kami berasumsi investor non-publik telah merilis saham mereka yang tidak terkunci pada tanggal pencatatan, yang mungkin tidak akurat. Sumber: Yahoo Finance.

Peristiwa 1: Beberapa upaya untuk *bottom fishing* setelah harga turun di bawah harga IPO untuk pertama kalinya, menghasilkan lonjakan pada volume perdagangan.

Peristiwa 2: Tekanan jual setelah pengumuman pendapatan Q3 (29 November 2021).

Peristiwa 3: Lesunya pasar modal setelah Rusia menyatakan perang terhadap Ukraina, di saat bersamaan Nasdaq memasuki teritori *bearish*, mengakibatkan harga saham BUKA turun ke posisi terendah baru. Namun, volume perdagangan rata-rata telah meningkat selama beberapa minggu terakhir.

Investor yang berpartisipasi dalam putaran pendanaan tertutup tahap akhir kemungkinan menghadapi situasi yang sama-sama sulit



Harga Beli Indikatif Rata-rata Tertimbang dari Putaran Pendanaan Tertutup

Year	Investor	Indicative Weighted Avg Entry Price*	Indicative Floating Loss @272/share
2019	Domestic mutual fund	584	-53%
	Domestic corporate 1		
	Foreign corporate 1		
	Foreign fund 1		
2020	Foreign corporate 2	535	-49%
	Foreign corporate 2		
	Domestic corporate 1		
	Foreign corporate 1		
2021	Foreign corporate 3	410	-34%
	Foreign omnibus		
	Foreign corporate 4		
	Foreign fund 2		
	Foreign venture capital 1		
	Foreign individual		
	Foreign omnibus 2		
	Domestic venture capital 1		
	Domestic venture capital 2		
	Foreign venture capital 2		
	In-kind contribution		

*) Harga beli indikatif rata-rata dihitung dengan melacak pergerakan saldo ekuitas di Laporan Perubahan Ekuitas. Kami tidak memberikan jaminan bahwa angka yang tertera adalah akurat. Jumlah sebenarnya mungkin berbeda secara material karena kondisi dan perjanjian investasi yang berbeda.

*) Kami menganggap semua investor di kelas saham yang sama untuk putaran pembiayaan yang sama memiliki harga beli indikatif rata-rata yang sama, yang mungkin tidak akurat tergantung pada syarat dan ketentuan individu investor yang ditetapkan selama putaran pendanaan tertutup.

Sumber: Prospektus, Laporan Keuangan, BEI

Dengan menggunakan informasi yang tersedia dalam prospektus, kami mencoba menghitung harga beli indikatif rata-rata tertimbang untuk investor pra-IPO sejak tahun 2019.

Dengan asumsi tidak ada yang menjual sahamnya hingga saat ini, kami menemukan bahwa sebagian besar investor pra-IPO kemungkinan sedang menghadapi *floating loss* mulai dari **-34% hingga -53%** pada Rp 272/saham (harga penutupan BUKA per 17 Maret 2022), tergantung pada syarat dan ketentuan masing-masing investor selama putaran pendanaan. Pasalnya, rata-rata harga belinya berkisar Rp 410/saham hingga Rp 584/saham. Ini hanya untuk tujuan informasi. Kami tidak memberikan jaminan bahwa angka-angka tersebut akurat karena berbagai keterbatasan.

BUKA masih terikat untuk membeli kembali saham dari, atau menerbitkan saham tambahan kepada salah satu investornya secara cuma-cuma jika...

Nilzon Capital

- Berdasarkan informasi yang tersedia dalam prospektus dan diperbarui lebih lanjut dengan pengungkapan laporan keuangan yang diterbitkan pada 29 November 2021, BUKA menyatakan bahwa Perusahaan terikat kontrak dengan salah satu investor-pemasoknya untuk memenuhi sasaran belanja dari jasa *cloud* tertentu dengan tenggat waktu yang telah ditentukan sebagai ganti dari dana investasi di saham BUKA (target nilai belanja adalah dua kali lipat dari jumlah yang diinvestasikan oleh investor ini).
- BUKA memiliki kewajiban untuk membeli kembali atau menerbitkan saham tambahan kepada investor-pemasok ini jika BUKA gagal memenuhi target belanja hingga batas waktu yang telah ditentukan. Dengan demikian, risiko dilusi dan kerugian finansial yang timbul dari perjanjian ini masih tetap ada sampai dengan tanggal penerbitan laporan keuangan BUKA 3Q 2021.
- Manajemen percaya bahwa mereka akan memenuhi target belanja selama periode waktu yang relevan.

Agreement with Naver Corporation

In connection with the issuance of series G shares in 2021, the Company entered into an agreement with Naver Corporation ("Naver") which has been amended in May 2021, whereby: (i) Naver purchased US\$10 million of series G shares; and (ii) the Company undertook to enter into a cloud services agreement with Naver subject to agreed terms and conditions. As of the date completion of this consolidated financial statements, the cloud services agreement has yet to be entered into by the parties. The terms of the company agreement with Naver Corporation provide that if and to the extent the Company do not enter into a cloud services agreement with Naver by November 16, 2021 or such later date as agreed by the parties, the Company may be obligated to buy back certain series G shares (or in equivalent number of shares after the Company's shares are being stock split) from Naver Corporation up to US\$10 million.

In addition, if the purchase of cloud services from Naver over the term of the agreement is less than US\$20 million, the Company may be obligated to either: (i) pay refund of the unrealized contract value to Naver up to USD10 million and will receive certain series G shares (or in equivalent number of shares after the Company's shares are being stock split) from Naver without any payment consideration from the Company or (ii) issue additional shares to Naver in the amount of the unrealized contract value up to USD10 million. The number of shares to be returned by or issued to Naver will be subject to certain adjustments pursuant to the definition of 'fair market value' in the agreement. Naver will have the sole discretion to option for either alternatives. The Company currently expect spending on cloud services from Naver over the relevant time period will likely reach US\$20 million and will not be obligated to buyback any such series G shares (or in equivalent number of shares after the Company's shares are being stock split).

Sumber: Laporan Keuangan, IDX

05

Meninjau Kembali *Relative
Valuation* BUKA

Pengukuran mana yang cocok untuk valuasi BUKA?

- Tergantung pada situasi dan model bisnis, valuasi untuk perusahaan ecommerce dapat bervariasi.
- Lebih rumit lagi, **sebagian besar bisnis ecommerce masih merugi** dan belum menghasilkan keuntungan; Tak terkecuali BUKA.
- Bahkan untuk **Amazon.com Inc.**, operasi mereka selain di **Amerika Utara masih berdarah**, menunjukkan lanskap ecommerce yang menantang di pasar berkembang.
- Di kawasan ASEAN, **bisnis Shopee milik Sea Limited baru saja membukukan kontribusi pertama yang berarti** terhadap laba kotor setelah 7 tahun *bakar-bakar* uang.
- Lebih dekat ke pasar domestik, GoTo baru saja mengungkapkan prospektus IPO mereka, menunjukkan **Tokopedia** yang juga masih berdarah.
- Valuasi dengan pendekatan *discounted cash flow* mungkin tidak berguna karena sifat bisnis BUKA yang sangat jangka panjang, kami melihat **Price/Sales Ratio** sebagai pendekatan yang paling efektif, terutama ketika membandingkan perusahaan yang terdaftar dengan model bisnis serupa.

Segmen Pendapatan Amazon.com Inc.

Information on reportable segments and reconciliation to consolidated net income (loss) is as follows (in millions):

	Year Ended December 31,		
	2019	2020	2021
North America			
Net sales	\$ 170,773	\$ 236,282	\$ 279,833
Operating expenses	163,740	227,631	272,562
Operating income	\$ 7,033	\$ 8,651	\$ 7,271
International			
Net sales	\$ 74,723	\$ 104,412	\$ 127,787
Operating expenses	76,416	103,695	128,711
Operating income (loss)	\$ (1,693)	\$ 717	\$ (924)
AWS			
Net sales	\$ 35,026	\$ 45,370	\$ 62,202
Operating expenses	25,825	31,839	43,670
Operating income	\$ 9,201	\$ 13,531	\$ 18,532
Consolidated			
Net sales	\$ 280,522	\$ 386,064	\$ 469,822
Operating expenses	265,981	363,165	444,943
Operating income	14,541	22,899	24,879

Sumber: Amazon.com Inc.

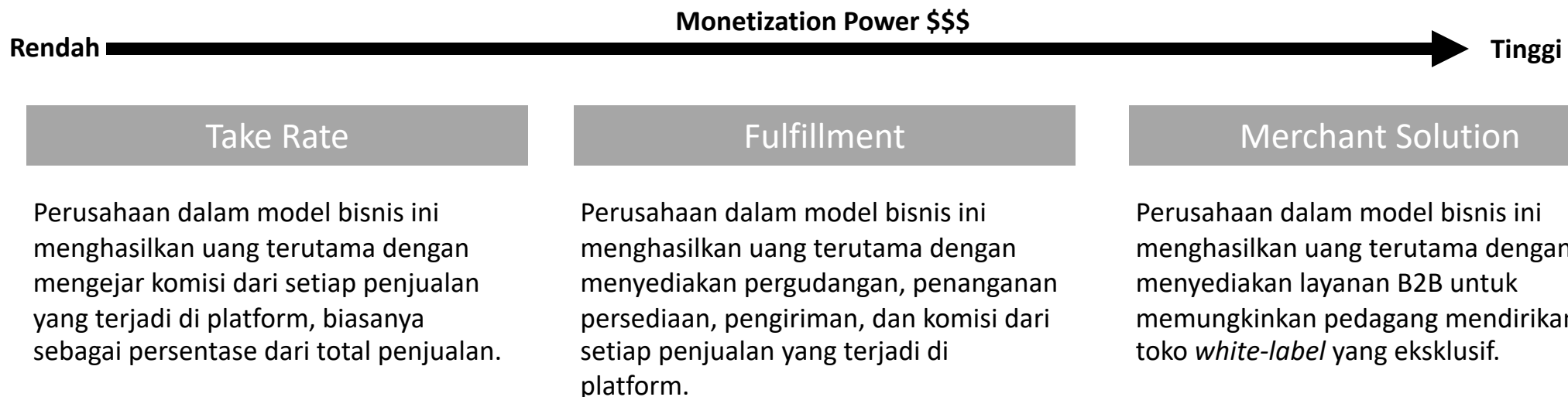
Laporan Laba Rugi Sea Limited

	For the Three Months ended December 31,		For the Year ended December 31,	
	2020	2021	2020	2021
	\$	\$	\$	\$
Revenue				
Service revenue				
Digital Entertainment	693,362	1,415,044	2,015,972	4,320,013
E-commerce and other services	656,566	1,482,665	1,777,330	4,564,617
Sales of goods	216,622	324,405	582,362	1,070,560
Total revenue	1,566,550	3,222,114	4,375,664	9,955,190
Cost of revenue				
Cost of service				
Digital Entertainment	(208,360)	(374,783)	(702,329)	(1,230,082)
E-commerce and other services	(611,637)	(1,235,351)	(1,743,773)	(3,825,826)
Cost of goods sold	(212,841)	(301,252)	(580,657)	(1,003,547)
Total cost of revenue	(1,032,838)	(1,911,386)	(3,026,759)	(6,059,455)
Gross profit	533,712	1,310,728	1,348,905	3,895,735

Sumber: Sea Limited

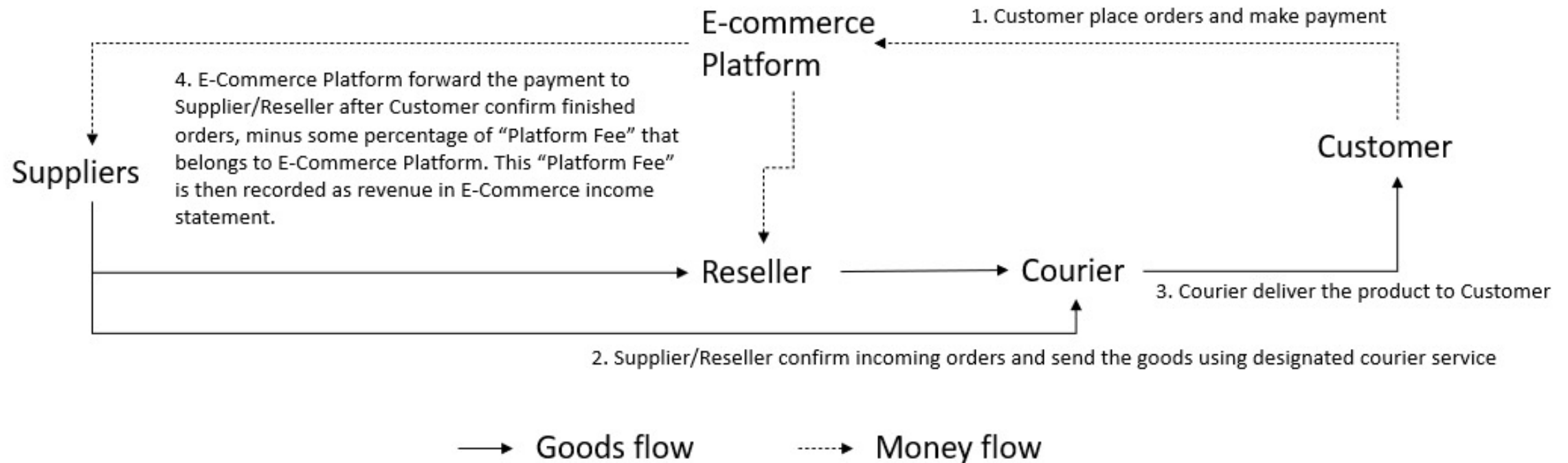
Apakah semua bisnis ecommerce sama?

- **Tidak.**
- Berdasarkan pengamatan kami di lima wilayah berbeda (Asia, Eropa, Afrika, Amerika Utara, dan Amerika Selatan), perlakuan dan pengukuran kinerja sangat dipengaruhi oleh perilaku konsumen, model bisnis, infrastruktur, dan perpajakan di negara tersebut.
- Secara umum, ada tiga model bisnis berbeda yang dapat menjadi fokus platform ecommerce:



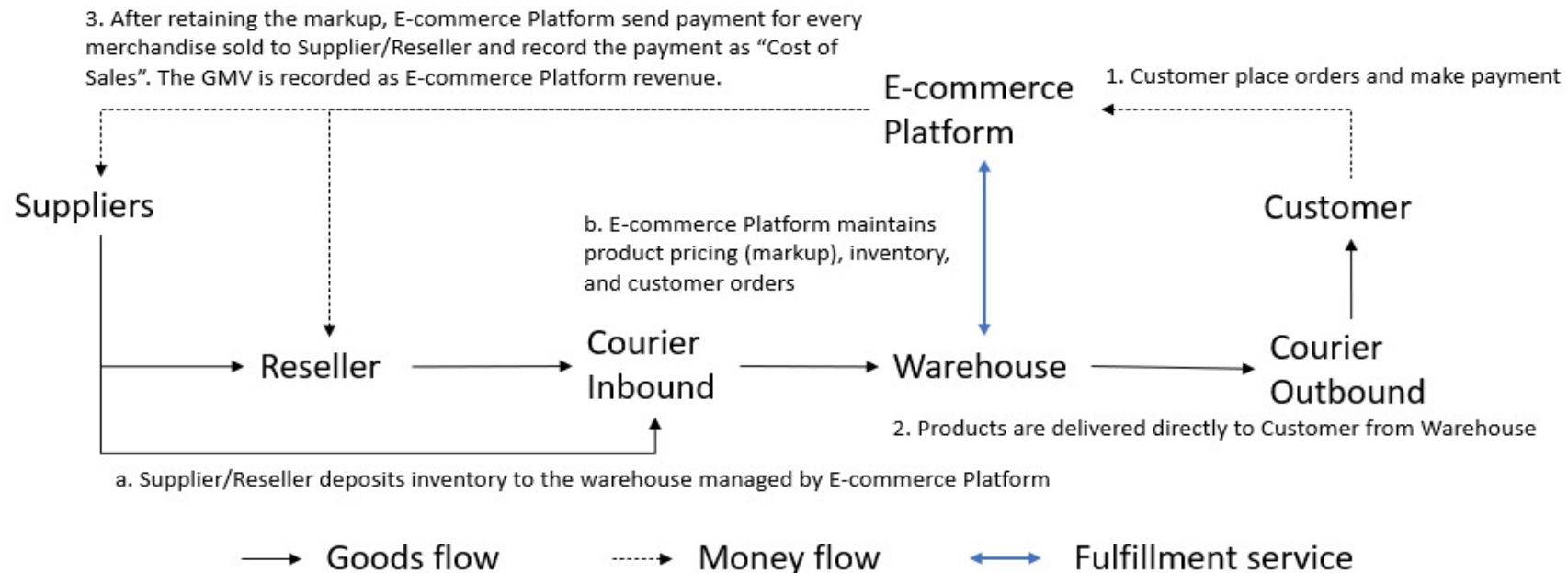
Model Bisnis: Take rate

- Diferensiasi utama dari model bisnis ini adalah bahwa platform ecommerce tidak bertanggung jawab atas penanganan barang dan pengiriman. Platform ecommerce bertindak sebagai kustodian yang melepaskan transfer dana setelah transaksi selesai dan tidak ada perselisihan yang diajukan baik oleh pedagang atau pembeli.
- Contoh perusahaan dengan model bisnis ini adalah: **Bukalapak.com (BUKA)**, eBay (EBAY), Sea Limited (SE), Pinduoduo (PDD), Alibaba Group (BABA), Mercado Libre (MELI), dll. Perusahaan-perusahaan ini terutama membebankan biaya **“Platform Fee”** sebagai **persentase dari total penjualan**.



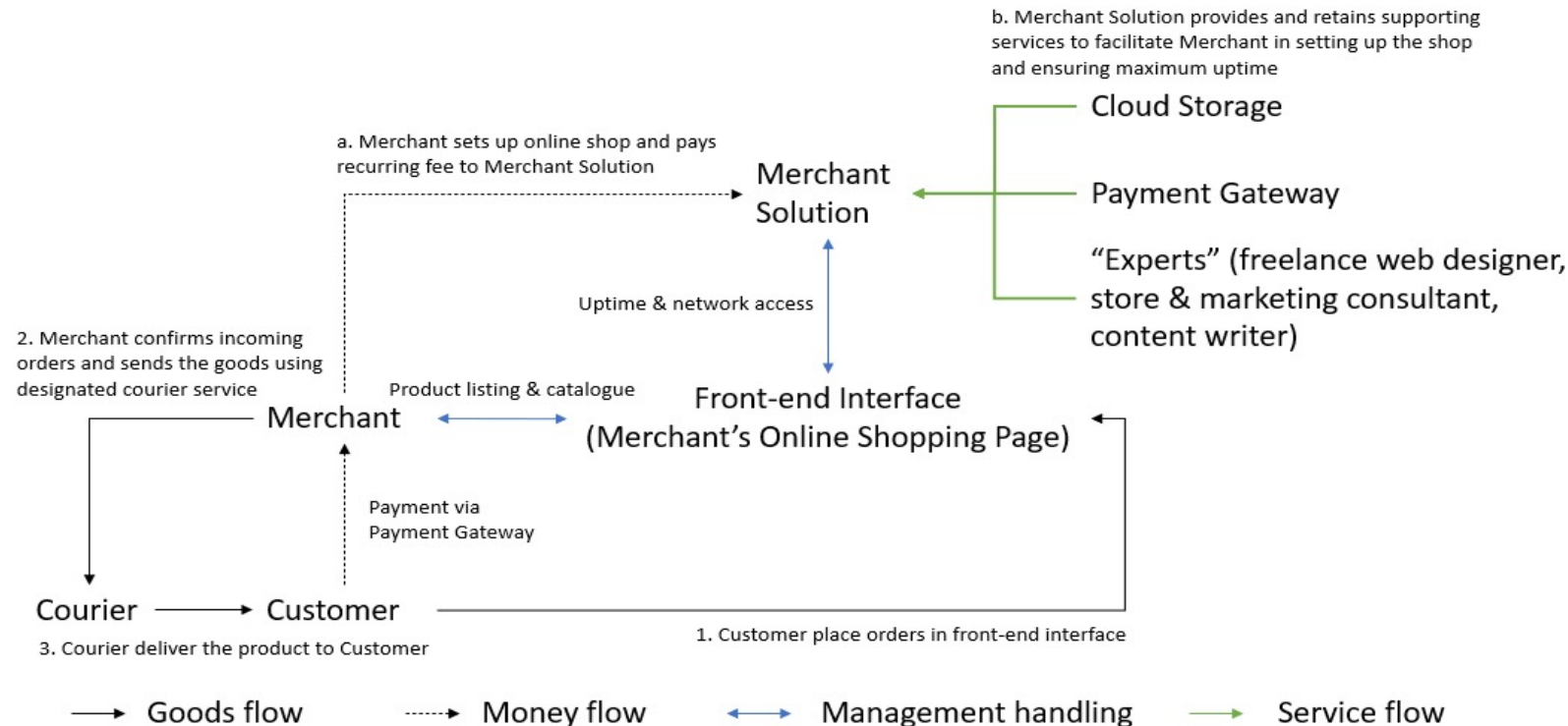
Model Bisnis: Fulfillment

- Diferensiasi utama dari model bisnis ini adalah bahwa platform ecommerce menangani pergudangan, pemrosesan pesanan, pengiriman, dan kustodian. Dalam model bisnis ini, pedagang dapat fokus pada kegiatan produksi barang untuk dijual, sedangkan platform ecommerce menangani pemeliharaan dan transfer barang ke konsumen akhir.
- Contoh perusahaan dengan model bisnis ini: Amazon (AMZN), Overstock (OSTK), Coupang (CPNG), Ceconomy (CEC), Americana SA (AMER3), dll. **Pendapatan bersih terutama dihitung dari total nilai penjualan (atau serupa dengan GMV)**, sedangkan harga pokok penjualan dihitung dari jumlah yang harus dibayarkan kepada pemasok atas barang yang mereka sediakan. Model bisnis ini dapat bekerja dengan sangat baik di negara-negara tanpa PPN atau pajak variabel lainnya, atau dengan pedagang besar yang dapat menangani perpajakan profesional dan kredit PPN.



Model Bisnis: Merchant solution

- Diferensiasi utama dari model bisnis ini adalah bahwa platform ecommerce tidak terlibat dalam sisi operasional toko online sama sekali dan tidak bertindak sebagai kustodian dana pelanggan. Bisnis di segmen ini hanya bertindak sebagai penyedia layanan B2B yang memungkinkan merchant untuk mendirikan toko online *white-label* dan katalog produk yang eksklusif.
- Layanan *merchant solution* yang paling terkenal adalah Shopify (SHOP). Bisnis ini terutama membebaskan biaya berlangganan untuk mengelola pendaftaran domain, menyediakan template desain, memastikan akses *uptime* ke situs web, dan perantara antara pedagang dan *payment gateway*.



Sehubungan analisis kita sebelumnya pada tiga model bisnis ecommerce yang berbeda, dengan demikian kita dapat memahami kompetitor BUKA di seluruh dunia

Nilzon Capital

North America				
Ticker	Company Name	Business Model	Market Cap	Price to Sales
AMZN	Amazon.com Inc	Fulfillment	1,640.43B	3.54
EBAY	eBay Inc.	Take rate	32.91B	3.26
SHOP	Shopify Inc.	Merchant solution	98.20B	17.92
ETSY	Etsy Inc.	Take rate	18.80B	9.38
OSTK	Overstock.com Inc.	Fulfillment	2.26B	0.82
NEGG	Newegg Commerce Inc.	Fulfillment	2.03B	1.16
W	Wayfair Inc.	Fulfillment	13.13B	0.80
Average Price to sales				5.27

South America				
Ticker	Company Name	Business Model	Market Cap	Price to Sales
MELI	Mercado Libre Inc.	Take rate	59.77B	8.45
AMER3	Americanas SA	Fulfillment	5.10B	1.09
MGLU3.SA	Magazine Luiza SA	Fulfillment	7.94B	1.10
Average Price to sales				3.55

Mengingat analisis kami sebelumnya pada tiga model bisnis ecommerce yang berbeda, dengan demikian kami dapat memahami kompetitor BUKA di seluruh dunia (lanjutan)

Nilzon Capital

Asia				
Ticker	Company Name	Business Model	Market Cap	Price to Sales
SE	Sea Limited	Take rate	68.35B	6.83
PDD	Pinduoduo Inc.	Take rate	49.23B	3.34
BABA	Alibaba Group Holding Limited	Take rate	294.38B	2.27
VIPS	Vipshop Holdings Limited	Fulfillment	6.01B	0.33
DADA	Dada Nexus Limited	Take rate	2.21B	2.05
CPNG	Coupang Inc.	Fulfillment	33.78B	1.83
4755	Rakuten Inc.	Take rate	12.71B	0.90
Average Price to sales				2.51

Europe				
Ticker	Company Name	Business Model	Market Cap	Price to Sales
CEC	Ceconomy AG	Fulfillment	1.44B	0.04
FTCH	Farfetch Limited	Take rate	5.46B	2.42
ZAL	Zalando SE	Fulfillment	14.81B	1.30
Average Price to sales				1.25

Africa				
Ticker	Company Name	Business Model	Market Cap	Price to Sales
JMIA	Jumia Technologies AG	Take rate	0.78B	3.94
Average Price to sales				3.94

Pembaca tidak boleh menafsirkan/menggunakan artikel ini sebagai sebuah saran investasi. Mohon lakukan riset Anda sendiri secara mendalam. Harap merujuk pengungkapan penting di bagian muka dokumen ini. Investasi memiliki risiko. *Available in English. Visit nilzoncapital.com to download.*

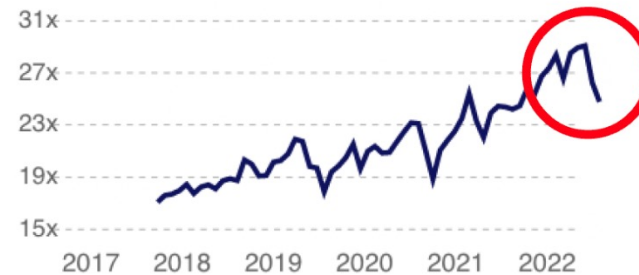
PT Nilzon Kapital Advisor terdaftar dan diawasi oleh Otoritas Jasa Keuangan.

Saham teknologi berada di bawah tekanan signifikan pada tahun 2022

- Setelah menutup tahun 2021 hampir pada titik tertinggi sepanjang masa, Nasdaq memulai tahun 2022 dengan penurunan tajam.
- Lonjakan *treasury yield* obligasi pemerintah AS, hasil dari rekor inflasi dalam 40 tahun, memberikan tekanan besar pada perusahaan rintisan teknologi yang tidak menguntungkan.
- Banyak saham ecommerce dan teknologi Asia tidak dapat lepas dari kekalahan November-Maret, termasuk SE (-66%), BABA (-40%), GRAB (-78%), PDD (-57%), dan BUKA (-60 %)

QQQ ETF P/E Ratio

HISTORICAL P/E RATIO



Sumber: Altavista

SE P/S Ratio



Sumber: Refinitiv

US 10-year Treasury Yield

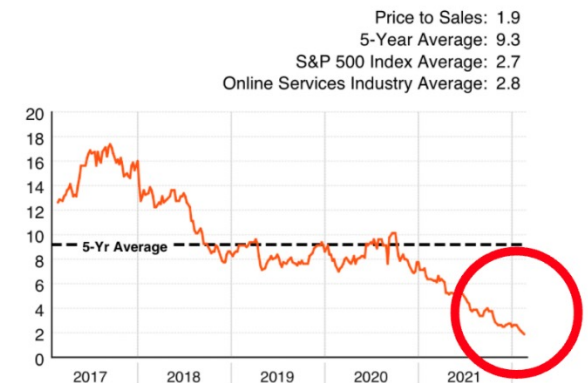
U.S. 10 Year Treasury (US10Y:Tradeweb)



CNBC

Sumber: CNBC

BABA P/S Ratio

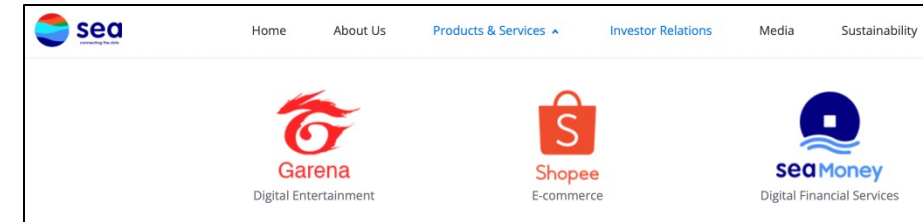


Sumber: Refinitiv

Tolak Ukur Valuasi: Kelipatan Price/Sales Sea Limited untuk kisaran terbatas

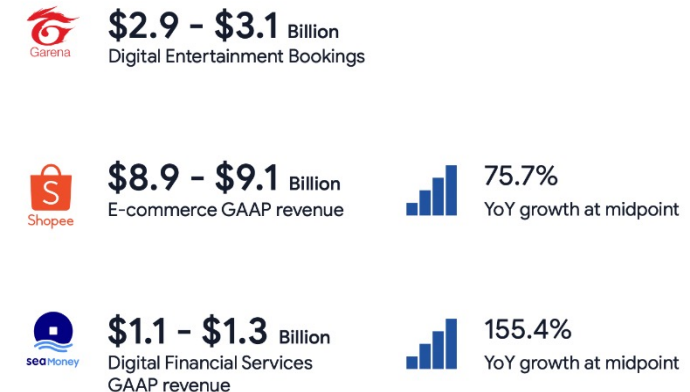
- Sebelum IPO, bisnis utama BUKA adalah menyediakan layanan perdagangan digital melalui situs web utamanya Bukalapak.com dengan mengizinkan pedagang pihak ketiga untuk mendaftarkan produk mereka di situs dengan imbalan komisi (biasanya persentase penjualan).
- Dana dari IPO memungkinkan BUKA untuk membuka potensi pertumbuhan yang sangat besar yang mungkin tidak pernah mereka lihat saat menjadi perusahaan tertutup, termasuk berinvestasi di perusahaan lain untuk menciptakan sinergi vertikal/horizontal.
- Setelah IPO, kami melihat BUKA mulai menjalankan rencana ekspansi dengan mengakuisisi bisnis yang asing dari bisnis intinya: perbankan digital, game, solusi merchant, dan pendidikan swasta.
- Berdasarkan hal tersebut, kami menilai BUKA sedang menuju ke arah yang sama dengan Sea Limited (SE) yang telah memiliki Garena, Shopee, dan SeaMoney.
- Berikut beberapa pertimbangan lainnya:
 - Bisnis BUKA saat ini mirip dengan SE;
 - BUKA melayani basis pengguna demografis yang sama, terutama di Indonesia (dan untuk SE, Asia Tenggara); dan
 - Kedua bisnis e-commerce ini diharapkan tumbuh signifikan, didorong oleh adopsi internet dan pendanaan besar-besaran dari investor.
- Oleh karena itu, wajar bagi investor untuk menggunakan valuasi SE sebagai tolak ukur dalam menilai BUKA, karena SE adalah *poster child* untuk BUKA dan sudah menjadi pemain dunia yang sahamnya terdaftar di bursa.

Tiga Bisnis Utama Sea Limited



Sumber: Sea Limited

Pandangan Manajemen 2022 oleh Sea Limited



Sumber: Sea Limited

Tolak Ukur Valuasi: Kelipatan Price/Sales rata-rata tertimbang dari perusahaan dengan model bisnis serupa untuk kisaran bawah

- Untuk menilai dengan seksama potensi risiko/imbal hasil BUKA, kami menilai bahwa penting bagi investor untuk memperluas pandangan mereka tentang bagaimana kinerja saham sejenis di pasar modal global, terutama ketika pasar domestik belum ada bisnis yang serupa.
- **Dengan menetapkan kisaran harga yang paling bawah, bukan berarti perusahaan tersebut tidak bagus dan tidak layak diinvestasikan. Faktanya, sejarah telah membuktikan bahwa imbal hasil dari investasi di perusahaan dengan pertumbuhan tinggi kemungkinan akan berbuah manis di masa depan, selama perusahaan mampu memenuhi ekspektasi pasar.**
- Kami melihat bahwa kelipatan P/S rata-rata tertimbang dari model bisnis "take rate" yang sama mungkin relatif menjadi tolok ukur valuasi paling adil untuk menetapkan harga terendah.
- **Kelipatan P/S rata-rata tertimbang dihitung dengan mempertimbangkan kapitalisasi pasar masing-masing perusahaan ke dalam perhitungan. Dengan menggunakan metode rata-rata tertimbang ini, investor dapat menetralkan dampak *outlier* yang mungkin – pada kenyataannya – memiliki ukuran operasional dan pengaruh yang terbatas di pasar.**
- Sebagai catatan tambahan, selain dari tabel di sebelah kanan Anda, P/S BUKA saat ini adalah sekitar 14,34x menggunakan estimasi pendapatan forward 2021 FY dan sekitar 8,96x menggunakan estimasi pendapatan forward 2022 FY.

Rata-rata Tertimbang P/S Multiple dari Ecommerce dengan Bisnis "Take Rate"

Ticker	Company	Market Cap	Price to Sales
EBAY	eBay Inc.	32.91B	3.26
ETSY	Etsy Inc.	18.80B	9.38
MELI	Mercado Libre Inc.	59.77B	8.45
SE	Sea Limited	68.35B	6.83
PDD	Pinduoduo Inc.	49.23B	3.34
BABA	Alibaba Group Holding Limited	294.38B	2.27
DADA	Dada Nexus Limited	2.21B	2.05
4755	Rakuten Inc.	12.71B	0.90
FTCH	Farfetch Limited	5.46B	2.42
Weighted Average			2.85

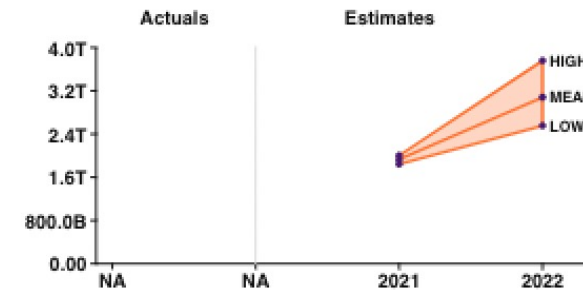
Sumber: Refinitiv, Company 10-K, Google Finance

Analisis memperkirakan BUKA akan membukukan pendapatan Rp 3,08 triliun pada tahun 2022, tumbuh 51% CAGR dari tahun 2020

Nilzon Capital

- Berdasarkan data yang disurvei oleh Refinitiv dari 11 analis, perkiraan pendapatan rata-rata untuk BUKA adalah sebesar IDR 1.926 miliar untuk tahun 2021 dan **IDR 3.081 miliar untuk tahun 2022**. Kami akan menggunakan data ini untuk mendukung valuasi indikatif kami.
- Yang menarik perhatian kami adalah, fakta bahwa ekspektasi rata-rata analis untuk tahun 2021 dan 2022 sebenarnya cenderung lebih positif (mereka berharap BUKA akan memberikan hasil yang lebih baik dari perkiraan sebelumnya). Namun, mereka memotong target harga sebesar -22% hanya dalam 90 hari. Para analis sepertinya optimis tapi pesimis di waktu yang bersamaan.

Analyst Revenue Estimates on BUKA



Sumber: Refinitiv

	2021	2022
Mean	1,926B	3,081B
High	2,003B	3,759B
Low	1,844B	2,555B
Forecasted Growth	--	--
# of Analysts	11	11

Historical Analyst Price Target

MEAN ESTIMATE TREND					
	Q 21-12	Q --	Y 2021	Y 2022	Price Target
Current	-2.733	--	-11.940	-9.697	836.00
30 Days Ago	-2.733	--	-11.670	-9.752	836.00
90 Days Ago	-2.733	--	-20.300	-13.810	1,070.00
% Change (90 Days)	0.0%	--	41.2%	29.8%	-21.9%
Current Fiscal Year End: 21-12					
Next Expected Report Date: --					

Sumber: Refinitiv

Analyst Recommendations on BUKA

ANALYST RECOMMENDATIONS	
I/B/E/S Mean: Buy (12 Analysts)	
Strong Buy	5
Buy	5
Hold	2
Sell	0
Strong Sell	0

Sumber: Refinitiv

Mempertimbangkan semua informasi terkini yang tersedia, kisaran harga yang relatif wajar untuk 12 bulan ke depan adalah...

*Nilzon
Capital*

Dalam membuat perhitungan berikut, kami mempertemukan perkiraan **penjualan BUKA tahun 2022 mendatang sebesar Rp 3,08 triliun** dengan **kelipatan P/S saat ini** dari masing-masing tolok ukur penilaian untuk memberikan ruang bagi penilaian yang menguntungkan dan meminimalkan risiko menjadi terlalu pesimis.

Rentang Teratas

Dengan menggunakan kelipatan P/S Sea Limited sebesar 6,83x dan estimasi pasar untuk penjualan FY 2022 sebesar Rp3,08 triliun, kisaran indikatif teratas untuk kapitalisasi pasar BUKA adalah sekitar Rp21,04 triliun, atau **Rp204/saham**.

Rentang Bawah

Dengan menggunakan rata-rata tertimbang pasar P/S kelipatan 2,85x dan estimasi pasar untuk penjualan TA 2022 sebesar Rp 3,08 triliun, kisaran indikatif bawah untuk kapitalisasi pasar BUKA adalah sekitar Rp 8,77 triliun, atau **Rp 85/saham**.

Penilaian adalah seni dan tidak boleh dijadikan sebagai satu-satunya pertimbangan Anda dalam mengambil keputusan investasi. Nilzon Capital tidak mengeluarkan rekomendasi saham. Perhitungan apa pun di halaman ini hanya sebagai informasi dan tidak boleh diambil/digunakan sebagai ajakan untuk membeli, menahan, atau menjual sekuritas apa pun yang disebutkan.

06

Lampiran

About Nilzon Capital



- An investment and wealth advisory firm based in Indonesia.
- Registered and supervised by Otoritas Jasa Keuangan Republic of Indonesia.
- Established in 2020 during the worst economic crisis since The Great Depression of 1929.
- Led by a highly-skilled management team with years of experience and certified qualification in investment banking and asset management.
- **We provide asset allocation advisory through stocks, ETF, fixed income securities, and alternative investments.**

Advisor Profile:

Frizon Akbar Putra (Principal Advisor, President)

Indonesian citizen, currently 29 years old. License holder of WMI No. No. KEP-210/PM.211/WMI/2016, WPEE No. KEP-18/PM.212/WPEE/2017, and WPPE No. KEP-397/PM.212/WPPE/2016.

Highly experienced in the capital market and investment banking business since the start of his career at PT RHB Sekuritas Indonesia in 2015 through 2021. Experienced in handling 11 IPO from various industries, involved in the issuance of Rp20 trillion bonds & sukuk, and engaged in various regulatory discussion with OJK, BI, and capital market SROs.

Currently member of Association of Indonesian Investment Manager Representatives and Association of Indonesia Capital Market Professionals.

Graduated with bachelor's degree in Accounting from Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia in December 2014.

John Octavianus (Principal Advisor)

Indonesian citizen, currently 37 years old. License holder of WPEE No. KEP-45/BL/WPEE/2011.

Highly experienced in the capital market and investment banking business for more than 10 years. Currently also serving as President Director at PT Marvel Investama Asia since 2019 and as CEO at PT OrigN Teknologi Indonesia since 2021. Previously served as Head of Investment Banking at PT UOB Kay Hian Sekuritas (2018-2019), Vice President Investment Banking at PT RHB Sekuritas Indonesia (2016-2018), Senior Manager Investment Banking at PT UOB Kay Hian Sekuritas (2013-2016), Senior Manager Investment Banking at PT Maybank Kim Eng Sekuritas (2012-2013), and Associate at PT Indo Premier Sekuritas (2010-2012).

Graduated with bachelor's degree in Accounting from Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia in 2008 and passed CFA Level 2 exam.

Kepemilikan *Key Person* Nilzon Capital



<i>Key Person</i>	Jabatan	Kepemilikan di PT Bukalapak.com Tbk.
PT Nilzon Kapital Advisor	Perusahaan	Tidak
Frizon Akbar Putra	Principal Advisor, President	Tidak
John Octavianus	Principal Advisor	Tidak

Semua *key person* dapat menambah/mengurangi kepemilikan mereka di perusahaan tersebut setiap saat setelah tanggal penerbitan artikel ini.

Artikel ini ditulis oleh:

Frizon Akbar Putra (frizon@nilzoncapital.com)

Emily Stephanie Wijaya

Yewon Choi

We senang untuk mendengar pendapat Anda

The logo for Nilzon Capital, featuring the company name in a stylized, handwritten script font.

Kami ingin mendengar pendapat, saran, dan masukan yang membangun untuk perbaikan layanan dan publikasi kami. Anda dapat mengirim email kepada kami ke :

buka@nilzoncapital.com

Kami menghargai waktu yang Anda gunakan untuk membaca laporan ini dan memberikan masukan. Namun, kami tidak memberikan jaminan bahwa email Anda dapat ditanggapi secara penuh, sebagian, atau tidak ditanggapi sama sekali karena kebijakan dan kapasitas internal kami.

Nilzon Capital

PT Nilzon Kapital Advisor

Emerald Commercial UB-01, Summarecon Bekasi
Jl. Bulevar Selatan, Kota Bekasi 17142

www.nilzoncapital.com

PT Nilzon Kapital Advisor is
registered and supervised by:

